

Whitepaper

Der LIQID-Anlageprozess im Detail

Stand Juli 2018

LIQID

LIQID Asset Management GmbH
Kurfürstendamm 177
10707 Berlin

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	5
1.1	Investmentphilosophie	5
1.2	Kapitalmarkttheoretische Grundlagen	5
1.3	Core-Satellite-Ansatz	7
1.4	Zusammenarbeit mit der HQ Gruppe	7
1.5	Das Investment-Team	9
2	Der Investmentprozess	10
2.1	Ermittlung des Anlegerrisikoprofils	10
2.1.1	Risikobegriff	10
2.1.2	Risikodimensionen des <i>BhFS</i> -Modells	12
2.1.3	Risikokontrolle in den LIQID-Portfolios	12
2.2	Allokationsentscheidungen, Produkt- und Managerselektion	13
2.2.1	Strategische Anlageaufteilung (SAA)	13
2.2.2	Taktische Anlageaufteilung (TAA) und Portfoliosteuerung	13
2.2.3	Produktauswahl und Managerselektion	13
2.3	Erfolgsmessung	14
2.3.1	Leistungsmaßstab (Benchmark)	14
2.3.2	Vergleichswert der <i>firstfive AG</i>	14
2.3.3	Kontributionsanalyse	15
3	LIQID Global	16
3.1	Besonderheiten im Global-Investmentprozess: Rebalancierung	16
3.1.1	Rebalancierung auf Ebene der Assetklassen	16
3.1.2	Rebalancierung auf Ebene der Weltregionen im Aktienanteil	18
3.2	Produktselektion	20
4	LIQID Global Impact	21
4.1	Besonderheiten im Global-Impact-Investmentprozess: Nachhaltigkeitskriterien	21
4.2	Chance-Risiko-Profil	23
5	LIQID Select	24
5.1	Besonderheiten im Select-Investmentprozess: Taktische Steuerung	24
5.2	Portfoliostrategie	25
5.2.1	Strategische Anlageaufteilung (SAA)	25
5.3	Portfoliomanagement	27
5.3.1	Taktische Anlageaufteilung (TAA)	27
5.3.2	Managerselektion	30
5.4	Umsetzung der Allokationsentscheidungen	30
5.5	Dekomposition der aktiven Portfoliorendite	32
6	LIQID Private Equity	34
6.1	Konzept	35
6.2	Wie genau erzielen Private-Equity-Fonds einen Mehrertrag?	36
6.2.1	Verbesserungen in der Finanzstruktur der Zielunternehmen	37
6.2.2	Verbesserungen in der Governance der Zielunternehmen	37
6.2.3	Operative Verbesserungen in den Zielunternehmen	38
6.3	Managerselektion bei LIQID Private Equity	38
6.4	Rechtliche Struktur von LIQID Private Equity	39

Abbildungsverzeichnis

1.1	Rangfolge verschiedener Anlageklassen nach jährlicher Wertentwicklung	8
2.1	Der LIQID-Anlageprozess im Überblick	11
2.2	Mindererträge nach Ausstieg aus dem Aktienmarkt	12
3.1	Wertentwicklungen, die eine Rebalancierung auslösen	19
5.1	Struktur des Select-Investmentprozesses	24
5.2	Korrelationsmatrix der im Anlagestil LIQID Select enthaltenen Assetklassen	25
5.3	Systematische Ertragsmodellierung mit Multiszenario-Ansatz und Langfristprojek- tionen	26
5.4	Kapitalmarktindikatoren: ifo-Geschäftsklimaindex	29
5.5	Normierung von Indikatoren	29
5.6	Der Managerselektionsprozess	31
5.7	Korrelationsdreieck der aktiven Portfolioverwaltung	32
6.1	Private Equity in unterschiedlichen Wachstumsphasen von Unternehmen	34
6.2	Renditen von Private Equity im Vergleich	35
6.3	Verteilung der Renditen von Private-Equity-Fonds nach Auflagejahren	39
6.4	Rechtliche Struktur von LIQID Private Equity	40

Tabellenverzeichnis

2.1	Wertpapiere im Benchmark-Portfolio	14
3.1	Strategische Asset-Allokation der LIQID-Global-Risikoklassen	17
3.2	SAA-Differenzen zwischen den einzelnen LIQID-Global-Risikoklassen	17
3.3	Vergleich Ziel-Gewichtung des Aktienanteils nach Marktkapitalisierung $\hat{\omega}_t^l$ gegen- über BIP-Gewichtung $\hat{\omega}_t^l$	18
4.1	Nachhaltigkeitskriterien LIQID Global Impact	22

1 Einführung

Das vorliegende Dokument stellt dem interessierten Leser die Produkte und Anlagestrategien der LIQID Asset Management GmbH dar. Die Arbeit ist in einführendes Material (Kapitel 1, 2) und produktspezifisches Material (Kapitel 3, 4, 5, 6) unterteilt.

1.1 Investmentphilosophie

Im Zentrum aller Entscheidungen bei LIQID steht der Anleger mit seiner persönlichen Risikotragfähigkeit und seinen Investitionszielen. Ziel des Investmentprozesses ist es, diese persönlichen Anlageziele des Kunden langfristig zu erreichen. Das geschieht unter Berücksichtigung der individuellen Vorgaben zur Risikoumgebung und unter Nutzung unterschiedlicher Vermögenskategorien.

LIQID bietet seinen Kunden Zugang zu Anlagen nach dem Core-Satellite-Prinzip. Das Kundenvermögen wird dabei in liquide Kern-Investments investiert (LIQID Global, LIQID Global Impact, LIQID Select), die durch illiquide Satelliten-Investments ergänzt werden können (LIQID Private Equity). Die systematische Diversifikation bei diesem Investmentansatz ermöglicht ein Rendite-Risiko-Profil, das zuvor nur Anlegern mit weitaus größeren Vermögen zur Verfügung stand.

Über das gemeinsame Investment-Team von LIQID und HQ Trust, der Vermögensverwaltung der Familie Harald Quandt, haben LIQID-Kunden Zugang zum Know-how eines der größten und ältesten deutschen Family Offices.

LIQID bildet den Investmentprozess von HQ Trust digital ab. Dieser Investmentprozess vereint systematische Analyse und jahrzehntelange Erfahrung. Der Entscheidungsprozess ermöglicht eine Risikobudgetierung und -messung auf allen Stufen der Entscheidungsfindung. Risiken werden in einem dem Anlegerrisikoprofil entsprechenden Maße eingegangen, ex ante kontrolliert und ex post beobachtet. Des Weiteren findet eine aktive Risikokontrolle des Gesamtvermögens mit regelmäßiger Überprüfung der strategischen Vermögensplanung statt. LIQID-Kunden können erwarten, dass die volle Leistungsfähigkeit des Investmentmanagements einen Zeithorizont von mindestens fünf Jahren voraussetzt.

Im Folgenden gehen wir auf die kapitalmarkttheoretischen Grundlagen der LIQID-Anlagestile ein.

1.2 Kapitalmarkttheoretische Grundlagen

I believe there is no other proposition in economics which has more solid empirical evidence supporting it than the Efficient Market Hypothesis.

– Eugene F. Fama, Professor of Finance, University of Chicago

[The Efficient Market Hypothesis] represents one of the most remarkable errors in the history of economic thought.

– Robert J. Shiller, Professor of Economics, Yale University

Die Kapitalmarktforschung widmet sich bereits seit den 1970er-Jahren theoretisch wie empirisch der erstmals von Wirtschaftsnobelpreisträger Eugene F. Fama aufgestellten Markteffizienzhypothese. Diese Hypothese besagt, dass sich marktpreisrelevante Informationen sogleich nach ihrer erstmaligen Entstehung in den Handelspreisen widerspiegeln.

Innerhalb der Markteffizienzdebatte können zwei Extrempositionen unterschieden werden, welche das breite Spektrum an in der wissenschaftlichen Literatur vertretenen Meinungen abgrenzen.

Eine Extremposition, exemplarisch vertreten durch Eugene F. Fama, den Begründer der Hypothese selbst, bejaht ein hohes Maß an Effizienz in einer Vielzahl von Kapitalmärkten zu jedem gegebenen Zeitpunkt. Eine Gegenposition findet sich beispielsweise in der Behavioural Finance, einem Teilbereich der Verhaltensökonomik, der sich vornehmlich mit Abweichungen menschlichen Verhaltens von ökonomischer Rationalität auseinandersetzt.

Aus der Antwort auf die Frage nach der Effizienz der Kapitalmärkte ergeben sich wichtige Implikationen für die Profitabilität bestimmter Investitionsstrategien. Das LIQID-Investment-Team vertritt die Auffassung, dass die Frage, ob Kapitalmärkte effizient seien, in dieser Form nicht zielführend ist. Es liegt der Vergleich mit physikalischen Systemen wie etwa Verbrennungsmotoren nahe: Hier ist die Frage, ob eine solche Apparatur denn effizient sei, nicht zielführend. Ein Ingenieur wäre vielmehr daran interessiert, *wie* effizient der Motor ist. Analog hierzu verstehen wir die Markteffizienz als ein Kontinuum, entlang dem ein Markt zu einem gegebenen Zeitpunkt zu verorten ist. So kommen einige besonders liquide Märkte der Markteffizienz regelmäßig nahe, während zahlreiche andere Märkte selbst über sehr lange Zeiträume erheblich von effizientem Verhalten abweichen (Karapandza & Marin, 2014).

Die Vorstellung von der Markteffizienz als Kontinuum kann durch eine Präzisierung der Definition von Markteffizienz als relative Effizienz gegenüber einer wohl definierten Informationsmenge θ_t konkretisiert werden. Der Markt ist effizient gegenüber der Informationsmenge θ_t , sofern dieser Markt alle darin enthaltenen Informationen so schnell in die Bewertungen einfließen lässt, dass durch Hinzunahme der Informationen in θ_t kein wirtschaftlich profitabler Informationsvorteil gegenüber dem Markt erzielt werden kann. Es kann gezeigt werden, dass der Preisprozess eines in dieser Weise effizienten Marktes einem Martingal bezüglich θ_t entspricht. Das bedeutet:

$$\mathbb{E}[p_{t+1}|\theta_t] = p_t,$$

sodass der zum Zeitpunkt $t \in [1, \dots, T - 1]$ erwartete zukünftige Marktpreis p_{t+1} gegeben der Informationsmenge θ_t gleich dem gegenwärtigen Marktpreis p_t ist. Der gegenwärtige Marktpreis stellt also anschaulich die „beste Voraussage“ des künftigen Marktpreises dar, sodass sich durch Hinzunahme der Informationsmenge θ_t der Erwartungswert nicht verändert.

Ist θ_t nun die Menge aller öffentlicher preisrelevanter Informationen, so gilt der Markt als *schwach effizient*. Ist θ_t die Menge aller, also auch nicht öffentlicher preisrelevanter Informationen, so gilt der Markt als *stark effizient* (Jensen, 1978, p. 3).¹

Die starke Form der Markteffizienzhypothese lässt sich nicht nur anekdotisch, sondern auch empirisch abschließend widerlegen. Zu der Menge öffentlicher Informationen gehören auch vergangene Marktdaten. Lediglich nicht-öffentliche Informationen können Investoren in einem schwach effizienten Markt zu einem taktischen Informationsvorteil verhelfen. Letztere Definition der schwachen Markteffizienz schließt die Generierung und gewinnbringende Nutzung von nicht-öffentlichen Informationen durch Erfahrung und umfangreiche Analyse jedoch nicht aus.

Die LIQID-Investitionsphilosophie ist in der Markteffizienzfrage unvoreingenommen. Dennoch können sowohl die Auswahlentscheidung für ein LIQID-Produkt als auch die Konzeption unserer Investitionsstrategien anschaulich entlang der Markteffizienzdebatte diskutiert werden. Die Markteffizienzdebatte ist somit strukturgebend für eine fundierte Auseinandersetzung mit unseren Strategien. Die LIQID-Philosophie basiert auf der Annahme, dass durch Erfahrung, umfangreiche quantitative Simulationen und Kapitalmarktanalyse regelmäßig nicht öffentliche Informationen im Sinne der schwachen Markteffizienzhypothese aus Grundlagendaten gewonnen und gewinnbringend genutzt werden können. Insbesondere vertritt LIQID die Auffassung, dass Kapitalmärkte in bestimmten Marktphasen und Anlageklassen der Effizienz näher sind als in anderen. Vor allem in Phasen und Märkten niedriger Markteffizienz zahlt sich die jahrzehntelange Erfahrung von HQ Trust aus, da diese die Begrenzung von Risiken und das Nutzen von Chancen ermöglicht, die sich

¹ Die Literatur trifft weiterhin eine Unterscheidung zwischen starker und halbstarker Markteffizienz (*Semi-Strong Form Market Efficiency*). Diese Unterscheidung ist aber für die Illustration in der vorliegenden Arbeit nicht hilfreich.

aus Bewertungsabweichungen ergeben (vergleiche Kapitel 5). In Phasen hoher Markteffizienz ist diese intensive Analyse weniger gewinnbringend, sodass der Marktentwicklung mittels einer regelbasierten Strategie kostengünstiger gefolgt werden kann (vergleiche Kapitel 3). Die Entscheidung der LIQID-Kunden für einen Anlagestil hängt nicht zuletzt davon ab, inwiefern der Kunde selbst von der Markteffizienz oder von der weiten Verbreitung von Marktineffizienzen überzeugt ist. Wir halten es für eine unserer Stärken, in der Markteffizienzfrage einen undogmatischen Standpunkt einzunehmen und für unsere Anleger Strategien beider kapitalmarkttheoretischer Positionen umsetzen zu können. Insbesondere im Hinblick auf die Variabilität der Markteffizienz im Zeitverlauf kann sich ausdrücklich auch eine Investition in beide Ansätze langfristig auszahlen.

1.3 Core-Satellite-Ansatz

Die LIQID-Investmentphilosophie baut auf dem Core-Satellite-Ansatz auf. Die Verwaltung größerer Vermögen eröffnet die Möglichkeit, über Anlagen in liquide Assetklassen (wie Aktien und Anleihen) hinaus auch in spezialisierte illiquide Anlagen zu investieren. Der Kern des Vermögens (Core) wird dabei diversifiziert in liquide Anlageklassen investiert. Das Kerninvestment bietet somit die Basis für langfristig attraktive Renditen, die sich an der Entwicklung der Kapitalmärkte orientieren. Gleichzeitig ist es handelstüchtig liquidierbar.

Die Core-Komponente wird über die Anlagestile LIQID Global und LIQID Select abgedeckt. Das Kernangebot wird im produktspezifischen Teil der vorliegenden Arbeit in den Kapiteln 3 (LIQID Global), 4 (LIQID Global Impact) und 5 (LIQID Select) näher erläutert. Über die Kerninvestition hinausgehende sogenannte Satelliten-Investitionen sind Anlagen in ausgewählte renditestarke und mit der Kerninvestition schwach korrelierte Spezialinvestments. Diese Anlagen erfolgen in Anlageklassen, die eine geringere Liquidität und eine geringere Markteffizienz aufweisen, was das Potenzial für Mehrwert durch aktives Management erhöht. Der Core-Satellite-Ansatz ermöglicht somit eine weitergehende Diversifikation über liquide Anlageklassen hinaus bei gleichzeitiger Optimierung des Chance-Risiko-Profiles der Portfolios.

Das erste verfügbare Satelliteninvestment von LIQID ist LIQID Private Equity. Unser Private-Equity-Angebot wird im produktspezifischen Teil in Kapitel 6 der vorliegenden Arbeit genauer abgehandelt.

Die Erkenntnis, dass eine Mischung von liquiden und illiquiden Assetklassen ein optimales Chance-Risiko-Profil ermöglicht, lässt sich auch empirisch belegen. Abbildung 1.1 zeigt die Rangfolge der liquiden Assetklassen Aktien, Anleihen und Rohstoffe sowie der illiquiden Assetklassen Private Equity, Immobilien und Hedgefonds nach jährlicher Wertentwicklung über den Zeitraum von 1997 bis 2016. Es ist beispielsweise deutlich zu erkennen, dass die Assetklasse Private Equity überwiegend sehr attraktive Renditen verzeichnet hat. So ist sie in nur 4 von 20 Jahren nicht die renditestärkste oder zweitstärkste Assetklasse.

Nach erster Erläuterung des LIQID-Investitionsansatzes gilt es nun, unsere Zusammenarbeit mit unserem wichtigsten Kooperationspartner HQ Trust zu erörtern. HQ Trust spielt eine Schlüsselrolle im LIQID-Investmentprozess, der im nachfolgenden Kapitel (Kapitel 2) diskutiert wird.

1.4 Zusammenarbeit mit der HQ Gruppe

Seit über 30 Jahren verwalten HQ Trust und HQ Capital das Vermögen der Familie Harald Quandt und anderer hochvermögender Familien.

Mit HQ Trust kooperiert LIQID auf der Ebene eines gemeinsamen Investment-Teams. Es umfasst 17 Spezialisten in den Bereichen Makro- und Kapitalmarktanalyse, strategische Asset-Allokation (SAA), taktische Asset-Allokation (TAA) und Managerselektion. LIQID und HQ Trust arbeiten systematisch, datengetrieben und bankenunabhängig. LIQID setzt mithilfe modernster Technologie

	1	2	3	4	5	6
1997	Aktien 33,4%	Private Equity 32,1%	Hedgefonds 16,2%	Immobilien 13,9%	Anleihen 9,7%	Rohstoffe -14,1%
1998	Aktien 28,6%	Private Equity 16,9%	Immobilien 16,2%	Anleihen 8,7%	Hedgefonds -5,1%	Rohstoffe -35,7%
1999	Private Equity 44,1%	Rohstoffe 40,9%	Hedgefonds 26,5%	Aktien 21%	Immobilien 11,4%	Anleihen -0,8%
2000	Rohstoffe 49,7%	Immobilien 12,2%	Anleihen 11,6%	Private Equity 4,9%	Hedgefonds 4,1%	Aktien -9,1%
2001	Anleihen 8,4%	Immobilien 7,3%	Hedgefonds 2,8%	Aktien -11,9%	Private Equity -12,3%	Rohstoffe -31,9%
2002	Rohstoffe 32,1%	Anleihen 10,3%	Immobilien 6,7%	Hedgefonds 1%	Private Equity -8,5%	Aktien -22,1%
2003	Aktien 28,7%	Private Equity 23,3%	Rohstoffe 20,7%	Hedgefonds 11,6%	Immobilien 9%	Anleihen 4,1%
2004	Private Equity 25,4%	Rohstoffe 17,3%	Immobilien 14,5%	Aktien 10,9%	Hedgefonds 6,9%	Anleihen 4,3%
2005	Private Equity 26,8%	Rohstoffe 25,6%	Immobilien 20,1%	Hedgefonds 7,5%	Aktien 4,9%	Anleihen 2,4%
2006	Private Equity 27,5%	Immobilien 16,6%	Aktien 15,8%	Hedgefonds 10,4%	Anleihen 4,3%	Rohstoffe -15,1%
2007	Rohstoffe 32,7%	Private Equity 18,4%	Immobilien 15,8%	Hedgefonds 10,3%	Anleihen 7%	Aktien 5,5%
2008	Anleihen 5,2%	Immobilien -6,5%	Hedgefonds -21,4%	Private Equity -24,4%	Aktien -37%	Rohstoffe -46,5%
2009	Aktien 26,5%	Private Equity 14,2%	Rohstoffe 13,5%	Hedgefonds 11,5%	Anleihen 5,9%	Immobilien -16,9%
2010	Private Equity 22,8%	Aktien 15,1%	Immobilien 13,1%	Rohstoffe 9%	Anleihen 6,5%	Hedgefonds 5,7%
2011	Immobilien 14,3%	Private Equity 10,6%	Anleihen 7,8%	Aktien 2,1%	Rohstoffe -1,2%	Hedgefonds -5,7%
2012	Aktien 16%	Private Equity 14,4%	Immobilien 10,5%	Hedgefonds 4,8%	Anleihen 4,2%	Rohstoffe 0,1%
2013	Aktien 32,4%	Private Equity 23,3%	Immobilien 11%	Hedgefonds 9%	Rohstoffe -1,2%	Anleihen -2%
2014	Aktien 13,7%	Private Equity 13,5%	Immobilien 11,8%	Anleihen 6%	Hedgefonds 3,4%	Rohstoffe -33,1%
2015	Immobilien 13,3%	Private Equity 9,9%	Aktien 1,4%	Anleihen 0,5%	Hedgefonds -0,3%	Rohstoffe -32,9%
2016	Private Equity 12,1%	Aktien 12%	Rohstoffe 11,4%	Immobilien 8%	Anleihen 2,6%	Hedgefonds 0,5%

Abbildung 1.1: Rangfolge verschiedener Anlageklassen nach jährlicher Wertentwicklung. Quelle: Eigene Berechnungen.

die Entscheidungen des Investment-Teams effizient, digital und kurzfristig in den Kundenportfolios um.

Mit HQ Capital kooperiert LIQID im Rahmen des LIQID-Private-Equity-Angebots (Kapitel 6). HQ Capital ist einer der führenden unabhängigen Investmentmanager für alternative Kapitalanlagen in Deutschland. Das Unternehmen verwaltet mehr als 11 Milliarden US-Dollar. HQ Capital ist an den wichtigsten Finanzzentren in Europa, Nordamerika und Asien vertreten. LIQID-Kunden profitieren von der Investmentexpertise der jeweiligen Teams vor Ort.

1.5 Das Investment-Team

Im Folgenden werden die Führungskräfte aus dem gemeinsamen Investment-Team von LIQID, HQ Trust und HQ Capital kurz vorgestellt.

Reinhard Panse ist Chief Investment Officer und Geschäftsführer von HQ Trust sowie Chief Investment Officer von LIQID. Er verantwortet die Investmentstrategie und die Betreuung großer Privatvermögen. Er war zuvor Chief Investment Officer der UBS Sauerborn, Vorstandsmitglied der Sauerborn Trust AG, in Führungspositionen bei der FERI GmbH und bei einer privaten Vermögensverwaltung tätig.

Marcel Müller ist Executive Partner und Leiter Portfoliomanagement bei HQ Trust. In dieser Funktion ist er verantwortlich für die Steuerung und Implementierung der Allokationsentscheidungen in den Portfolios sowie für die Managerselektion. Zuvor war Marcel Müller für UBS in London, Zürich und Frankfurt am Main tätig.

Philipp Geller ist Partner bei HQ Trust und für die Auswahl aktiver und passiver Aktienfonds sowie die Managerselektion bei LIQID zuständig. Er hat 17 Jahre Berufserfahrung in der Finanzindustrie, unter anderem als Kreditanalyst bei der Euroratings AG, als Aktienanalyst bei Julius Bär und im Aktienfondsresearch bei der Sauerborn Trust AG.

Dr. Thomas Neukirch ist Leiter des Bereichs Strategische Vermögensplanung bei LIQID und HQ Trust. Im Investmentkomitee ist er für die langfristige Vermögensaufteilung sowie Ertrags- und Risikomodelle verantwortlich. Zuvor war er bei der Harald Quandt Holding für Allokationsmodelle, Hedgefondsselektion und Portfoliomanagement verantwortlich.

Britta Lindhorst ist Geschäftsführerin bei HQ Capital und maßgeblich für alle europäischen Private-Equity-Beteiligungen verantwortlich. Sie verfügt über mehr als 30 Jahre Erfahrung unter anderem bei Generali und Sal. Oppenheim.

Kim Felix Fomm befasst sich seit 10 Jahren mit Anlagestrategien für hochvermögende Anleger. Vor LIQID war er bei der BHF-Bank in den Bereichen Vermögensverwaltung und Alternative Investments tätig. Nach seiner Banklehre studierte er BWL (Frankfurt School of Finance & Management und HEC Montréal) sowie politische Ökonomie an der Zeppelin Universität und am King's College London.

2 Der Investmentprozess

Im vorangegangenen Kapitel wurde der Investitionsansatz von LIQID grundsätzlich umrissen. Vor diesem Hintergrund soll nun in Vorbereitung auf die nachfolgenden Kapitel der produktspezifischen Textabschnitte (Kapitel 3, 4, 5, 6) dargelegt werden, wie LIQID jüngste Erkenntnisse der verhaltensorientierten Kapitalmarkttheorie (*Behavioural Finance*) in der Ermittlung des individuellen Anlegerprofils umsetzt (Kapitel 2.1), nach welchen Kriterien und Abläufen die Produktauswahl und Anlageaufteilung durch das Investment-Team erfolgt (Kapitel 2.2) und wie die Leistungsmessung bei LIQID funktioniert (Kapitel 2.3).

2.1 Ermittlung des Anlegerrisikoprofils

Der LIQID-Investmentprozess beginnt mit der Bestimmung des Anlegerprofils. Anhand eines wissenschaftlich fundierten Tests, der von Professoren der Universitäten Zürich und St. Gallen entwickelt wurde, werden Risikopräferenzen und Ertragserwartungen des Anlegers bestimmt. Die individuellen Eigenschaften des Kunden bilden somit die erste Säule des Investmentprozesses.

Der Einbezug verhaltensökonomischer Variablen ermöglicht es LIQID, die Auswirkungen fehlerhafter Selbsteinschätzungen seitens des Anlegers zu reduzieren, indem gut dokumentierte Abweichungen menschlichen Investitionsverhaltens von ökonomischer Rationalität berücksichtigt und mittels unseres proprietären Modells neutralisiert werden.

2.1.1 Risikobegriff

Bei der Kapitalanlage fürchten viele Anleger vor allem die kurzfristigen Kursschwankungen, auch Volatilität genannt. Sie übersehen dabei langfristige Gefahren wie einen realen Vermögensverlust durch Inflation und Steuern oder Renditeeinbußen durch prozyklisches Handeln. In der Vermögensverwaltung stellen diese langfristigen Gefahren aber das größte Risiko für Anleger dar.

Unabhängig vom gewählten Anlagestil kombiniert unser Risikomanagement aktuelle Erkenntnisse der ökonomischen Verhaltenstheorie mit einem systematischen, datengetriebenen Investmentprozess. Kurz- und langfristige Risiken finden dabei gleichermaßen Berücksichtigung.

Unterstützt von dynamischen Kapitalmarktmodellen und modernster Technologie verfolgt unser Investment-Team so einen Ansatz, der Erwartungen und Risikobereitschaft unserer Anleger in allen Marktphasen optimal widerspiegelt.

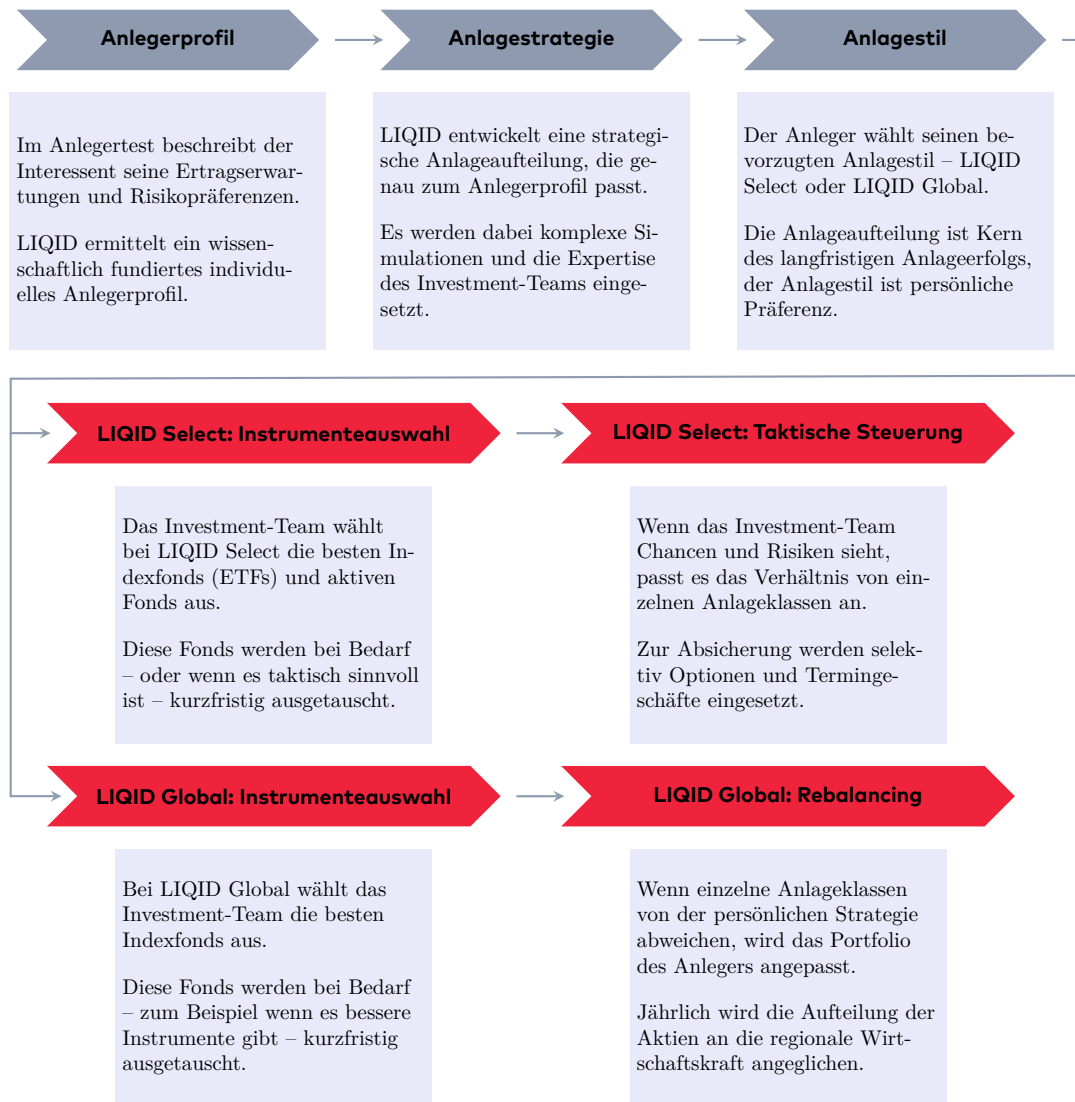


Abbildung 2.1: Der LIQID-Anlageprozess im Überblick

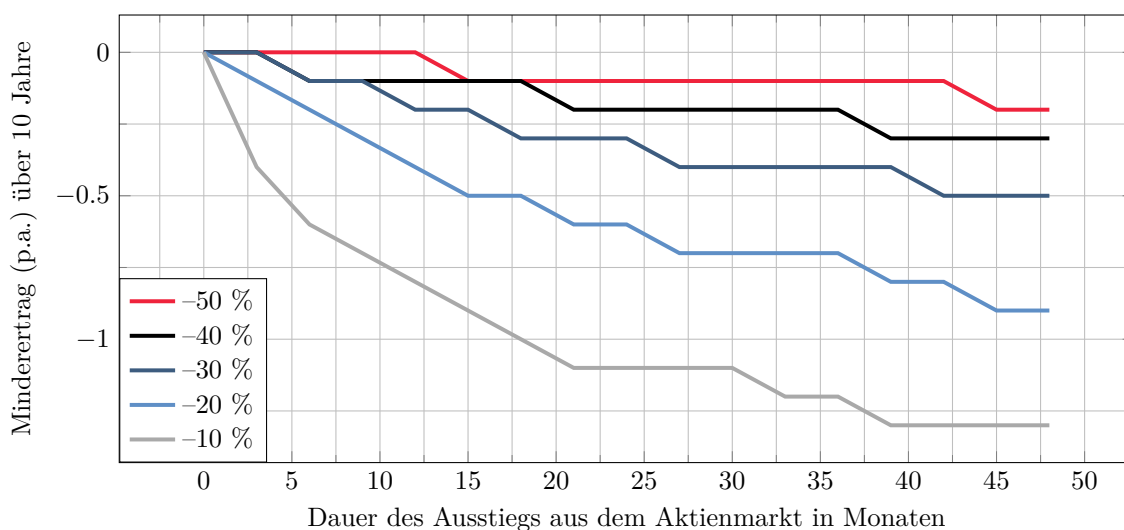


Abbildung 2.2: Mindererträge nach Ausstieg aus dem Aktienmarkt gegenüber Investiertbleiben nach Verlustschwellen

Neben der Ertragsersparung und dem Anlagehorizont eines Anlegers berücksichtigt LIQID psychologische Faktoren wie die Einstellung des Anlegers gegenüber Verlusten und Unsicherheiten. Gemeinsam mit Prof. Dr. Thorsten Hens und Prof. Dr. Enrico de Giorgi von den Universitäten St. Gallen und Zürich hat LIQID ein Verfahren entwickelt, das es uns ermöglicht, für unsere Anleger in wenigen Schritten ein wissenschaftlich fundiertes Anlegerprofil zu ermitteln. Im Folgenden werden hierzu die Risikodimensionen des hauseigenen Risikopräferenzmodells näher erläutert.

2.1.2 Risikodimensionen des BhFS-Modells

Grundlage für unser Risikopräferenzmodell ist die sogenannte Neue Erwartungstheorie (*Prospect Theory*) basierend auf Kahneman und Tversky (1979); siehe De Giorgi und Hens (2006). Die Modellparameter werden auf Grundlage eines adaptiven digitalen Fragenkatalogs geschätzt. Die dahingehend bestimmte individuelle Nutzenfunktion des Anlegers dient als Zielfunktion, mithilfe derer die dem Investorrisikoprofil ähnlichste Anlagestrategie ermittelt wird. Das Risikomodell betrachtet vier Risikodimensionen:

1. allgemeine Unsicherheit im Portfolio, die sich aus Marktschwankungen ergibt;
2. das Risiko, ein vordefiniertes Anlageziel zu verfehlen;
3. das Risiko, starke kurzfristige Schwankungen im Portfoliowert hinnehmen zu müssen; sowie
4. die allgemeine Risikoaversion des Anlegers.

2.1.3 Risikokontrolle in den LIQID-Portfolios

Die Risikoklasse gibt an, wie hoch der Anteil stärker schwankender Anlageklassen wie Aktien oder Rohstoffe in einem Portfolio ist. Der verbleibende Anteil wird in weniger stark schwankende Anlageklassen wie Anleihen oder defensive Hedgefonds investiert. Ein LIQID-Portfolio der Risikoklasse v enthält $(v \times 100)\%$ stärker schwankende Anlagen. Generell gilt: Je höher die Risikoklasse, desto höher die Renditechancen, desto größer aber auch die erwarteten Wertschwankungen in einem Depot.

2.2 Allokationsentscheidungen, Produkt- und Managerselektion

Unabhängig vom gewählten Anlagestil besteht der LIQID-Investmentprozess in den Kernprodukten aus drei Komponenten: Strategische Anlageaufteilung, Portfoliosteuerung und Produktselektion. Alle drei Komponenten des Investmentprozesses greifen auf das Know-how des gemeinsamen Investment-Teams von LIQID und HQ Trust zurück.

2.2.1 Strategische Anlageaufteilung (SAA)

Die strategische Anlageaufteilung (SAA) ist der wichtigste Baustein für den langfristigen Anlageerfolg. Sie bezeichnet die Aufteilung des Vermögens auf die einzelnen Anlageklassen. Die einzelnen Anlageklassen unterscheiden sich hinsichtlich Risiko und erwarteter Rendite. Es gilt auf Basis des zuvor beschriebenen Anlegertests, die langfristig optimale Aufteilung des Vermögens auf die einzelnen Anlageklassen zu finden, um dem individuellen Chance-Risiko-Profil des Anlegers gerecht zu werden.

Der Begriff der strategischen Anlageaufteilung bezeichnet sowohl einen Prozess als auch ein Ergebnis. Als Prozess umfasst sie eine umfangreiche Kapitalmarktanalyse, in die je nach Anlagestil Langfristerwartungen für makroökonomische Kennzahlen, Bewertungsniveaus sowie weitere Kennzahlen und Simulationen einfließen. Als Ergebnis bildet die SAA den Ausgangspunkt für die Portfoliosteuerung.

2.2.2 Taktische Anlageaufteilung (TAA) und Portfoliosteuerung

Die Portfoliosteuerung erfolgt in den passiven Anlagestilen LIQID Global und LIQID Global Impact regelbasiert und im aktiven Anlagestil LIQID Select durch eine taktische Anlageaufteilung (TAA). Beide Vorgehensweisen werden im Folgenden erläutert.

Im Anlagestil LIQID Global besteht die Portfoliosteuerung in erster Linie in einer periodischen und schwellenwertbasierten Rebalancierung. Diese Rebalancierung erfolgt direkt gegenüber der SAA. Ein passives LIQID-Portfolio bildet somit die Welt-Aktien und -Anleihenmärkte effizient und unter Berücksichtigung der Chance-Risiko-Optimierung auf Ebene der SAA ab. Eine taktische Steuerung findet in den passiven Anlagestilen LIQID Global und LIQID Global Impact nicht statt.

Im Anlagestil LIQID Select ist zwischen der SAA und der operativen Umsetzung im Kundenportfolio die taktische Anlageaufteilung (TAA) vorgeschaltet. Die taktische Anlageaufteilung beinhaltet unterjährige Abweichungen von der SAA, welche die Hausmeinung von HQ Trust zu bestimmten Regionen und Assetklassen widerspiegeln. Diese taktische Steuerung ermöglicht grundsätzlich eine Outperformance des Gesamtmarktes durch aktives Management, die eine bloße Rebalancierung nicht ermöglicht.

2.2.3 Produktauswahl und Managerselektion

Ein essenzieller Bestandteil der Umsetzung der LIQID-Anlagestile in den Kundenportfolios ist die Auswahl geeigneter Produkte und Manager (insbesondere ETFs, Hedgefonds und andere Investmentfonds). Bei der konkreten Entscheidung für einzelne ETFs und Fondsanteile wird je nach gewähltem Anlagestil auf spezifische Kriterien geachtet, die für den langfristigen Anlageerfolg entscheidend sind.

Detailliertere Informationen zur Produktauswahl in unseren passiven Anlagestilen LIQID Global und LIQID Global Impact finden sich in Kapitel 3 und 4.

Detailliertere Informationen zur Managerselektion in unserem aktiven Anlagestil LIQID Select finden sich in Kapitel 5.

2.3 Erfolgsmessung

Unabhängig vom gewählten Anlagestil legt LIQID Wert auf eine transparente Messung des Anlageerfolgs.

Interne und externe Leistungsvergleiche ermöglichen es uns, den Anlageerfolg auf Erfolgskomponenten aufzuschlüsseln. Wir unterscheiden dabei abhängig von der gewählten Anlagestrategie zwei beziehungsweise drei unterschiedliche Formen der Erfolgsmessung. Diese Formen der Erfolgsmessung bestehen aus der internen LIQID-Benchmark, dem externen *firstfive*-Vergleich und für den LIQID-Select-Anlagestil der Kontributionsanalyse.

Der Vergleich mit der LIQID-Benchmark offenbart den Erfolg der Portfoliosteuerung gegenüber einem passiven Marktportfolio. Der Depotleistungsvergleich im Rahmen der *firstfive*-Analysen dokumentiert, wie gut die LIQID-Anlagestile im Vergleich mit dem Marktdurchschnitt der deutschen Vermögensverwalter und Privatbanken abschneiden.

Im Anlagestil LIQID Select (siehe Kapitel 5) ermöglicht es die Kontributionsanalyse den Anlegern, transparent nachzuvollziehen, welchen Anteil individuelle Anlageklassen und Fonds an der Gesamtportfolioentwicklung im Betrachtungszeitraum hatten. So ist die Kontributionsanalyse ein Indikator für den Erfolg der taktischen Steuerung der Portfolios.

Auf diese drei Aspekte der Erfolgsmessung für die LIQID-Portfolios wird in den folgenden Unterabschnitten eingegangen.

2.3.1 Leistungsmaßstab (Benchmark)

Zur internen Erfolgsmessung setzen wir die Wertentwicklung unserer Portfolios ins Verhältnis zu einem monatlich rebalancierten investierbaren Benchmark-Portfolio, bestehend aus einem Welt-Aktien-ETF und einem Welt-Anleihen-ETF, gewichtet nach der Risikoklasse $v \in V$. Bei der Berechnung der Benchmark werden die beiden Anlagen entsprechend der Gewichtung der jeweiligen LIQID-Risikoklassen gewichtet. Basiswährung für die Berechnung ist der Euro. Zusätzlich wird eine Verwaltungsgebühr in Höhe von 0,15 % berücksichtigt.

Die Gegenüberstellung unserer Performance mit dem international breit diversifizierten, passiven Benchmark-Portfolio zeigt, inwieweit Anleger von der regelbasierten Rebalancierung (LIQID Global, LIQID Global Impact) und der taktischen Steuerung und Managerselektion (LIQID Select) profitieren.

Anlageklasse	Proxy	ISIN	Gewichtung
Aktien	Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	IE00B3RBWM25	$(v \times 100)$ %
Anleihen	iShares Global Aggregate Bond UCITS ETF	IE00BDBRDM35	$[(1 - v) \times 100]$ %

Tabelle 2.1: Wertpapiere im Benchmark-Portfolio

2.3.2 Vergleichswert der *firstfive* AG

Die *firstfive* AG ist ein unabhängiges Controlling- und Rankinginstitut, das seit 15 Jahren europaweit die Leistungen von Vermögensverwaltern miteinander vergleicht. Das Institut verfügt über eine einzigartige Datenbank von realen Depots namhafter Banken und Vermögensverwaltungen. Unter Anwendung anerkannter finanzmathematischer Maßstäbe wird ein objektiver Vergleich der Leistungen professioneller Vermögensverwalter geliefert.

Die *firstfive* AG erstellt monatlich Bestenlisten sortiert nach Wertentwicklung und Sharpe-Ratio für unterschiedliche Zeiträume zwischen 12 und 60 Monaten. Die Depotleistungsvergleiche basieren auf proprietären Berechnungen von *firstfive*, die mit den Daten realer Kundendepots erstellt werden. Sie sind deshalb nicht durch institutseigene Bewertungs- und Reportingmaßstäbe verzerrt.

An den Rankings nehmen je nach Risikoklasse bis zu 50 namhafte europäische Privatbanken- und Vermögensverwalter teil.

2.3.3 Kontributionsanalyse

Für den aktiven LIQID-Select-Anlagestil findet über den internen Benchmarkvergleich und den Depotleistungsvergleich der *firstfive AG* hinaus quartalsweise eine Kontributionsanalyse statt. In dieser Kontributionsanalyse werden die Beiträge jeder Anlageklasse, jeder Subanlageklasse und jedes Fonds zur Gesamtpformance des Portfolios aufgeschlüsselt. Die Kontributionen werden dabei außerdem ins Verhältnis zum entsprechenden Benchmarkportfolio gesetzt.

Die Benchmark-Rendite für Aktien, Rohstoffe und Gold wird berechnet, indem die Rendite des risikobehafteten Aktienanteils der Benchmark entsprechend der strategischen Allokation des jeweiligen LIQID-Select-Portfolios auf die Anlageklassen aufgeteilt wird. So zeigt sich beispielsweise, ob sich ein Investment in Gold und Rohstoffe anstatt ausschließlich in Aktien gelohnt hat. Ebenso zeigt die Kontributionsanalyse auf, ob sich ein Investment in Hedgefonds gegenüber einem Investment in ein reines Anleihenportfolio gelohnt hat. Die Benchmark-Rendite für den risikoärmeren Anleihenanteil wird auf die entsprechende strategische Allokation für Hedgefonds und Anleihen des zugehörigen LIQID-Select-Portfolios aufgeteilt. Ziel der Kontributionsanalyse ist es, den möglichen Erfolg der Portfoliosteuerung in Relation zur Benchmark-Performance aufzuzeigen.

3 LIQID Global

Der LIQID-Global-Anlagestil erlaubt es unseren Anlegern, die Entwicklung der weltweiten Aktien- und Anleihenmärkte in ihrem Portfolio effizient abzubilden. Die Rebalancierung der Global Portfolios erfolgt regelbasiert dann, wenn durch relative Wertveränderungen eine signifikante Abweichung zwischen Ziel-Allokation und Ist-Allokation zustande kommt. Zusätzlich wird im Rahmen der Gewichtung der Aktienallokation auf Grundlage der regionalen Wirtschaftskraft einmal jährlich das Portfolio rebalanciert. Die Ziel-Allokation wird durch das für den Anleger ermittelte Risikoprofil bestimmt. Die Ist-Allokation ergibt sich aus der bestmöglichen Approximation an die Ziel-Allokation zum Rebalancierungszeitpunkt und Marktbewegungen im Anschluss.

Kapitalmarkttheoretisch ist der Anlagestil LIQID Global im Kontext der erstmals von Nobelpreisträger Eugene F. Fama aufgestellten Markteffizienzhypothese zu verorten, wonach sich bewertungsrelevante Informationen über Wertpapiere sehr kurzfristig nach ihrem Bekanntwerden vollumfänglich in deren Marktpreisen widerspiegeln. Eine praktische Konsequenz der Markteffizienzhypothese ist, dass die Kosten der Beschaffung und Verarbeitung von bewertungsrelevanter Information über ein Wertpapier höher sind als der monetäre Vorteil, der aus deren Kenntnis entstehen kann. Der Anlagestil LIQID Global ist somit besonders für Anleger geeignet, 1. die glauben, dass aktive Vermögensverwaltung langfristig keine Überrendite über dem Marktdurchschnitt erzielen kann; 2. denen Kostenersparnis und regelbasierte Rebalancierung wichtig sind; 3. welche die Überwachung der Allokation einem Algorithmus überlassen möchten, der menschliche Emotionen und kognitive Verzerrungen ausschaltet. Der LIQID-Global-Anlagestil bildet die folgenden Assetklassen ab:

$$Q^G = \{ \text{Aktien Industrieländer,} \\ \text{Aktien Schwellenländer,} \\ \text{Anleihen Investment Grade,} \\ \text{Anleihen High Yield,} \\ \text{Gold, Rohstoffe,} \\ \text{Geldmarkt} \}$$

3.1 Besonderheiten im Global-Investmentprozess: Rebalancierung

Beim Anlagestil LIQID Global erfolgt die Risikoüberwachung vollständig regelbasiert. Das Portfolio wird täglich auf mehreren Ebenen von einem Algorithmus überprüft. Entwickelt wurde er vom LIQID-Investment-Team, das sich dabei auf umfangreiche historische Datensätze und verschiedene Simulationsszenarien gestützt hat. Das Ergebnis ist ein Ansatz, der die individuelle Risikotragfähigkeit des Kunden berücksichtigt und seine Rendite durch regelbasiertes antizyklisches Handeln optimiert.

3.1.1 Rebalancierung auf Ebene der Assetklassen

Ausgangspunkt für die Rebalancierung ist die aktuelle SAA der LIQID-Global-Portfolios auf Ebene der Gewichtungen der einzelnen Anlageklassen, wobei $\hat{\omega}_q^v$ die Ziel-Allokation und ω_q^v die Ist-Allokation zu einem gegebenen Zeitpunkt beschreibt, $q \in Q^G$ die Anlageklasse und $v \in V$ den prozentualen Anteil der im Portfolio enthaltenen Wertpapiere mit aktienähnlichem Schwankungsverhalten bezeichnet. Der Wert v kann anschaulich als Risikoquote interpretiert werden.

$\hat{\omega}_q^v$	$\hat{\omega}_q^{0.10}$	$\hat{\omega}_q^{0.20}$	$\hat{\omega}_q^{0.30}$	$\hat{\omega}_q^{0.40}$	$\hat{\omega}_q^{0.50}$	$\hat{\omega}_q^{0.60}$	$\hat{\omega}_q^{0.70}$	$\hat{\omega}_q^{0.80}$	$\hat{\omega}_q^{0.90}$	$\hat{\omega}_q^{1.00}$
Aktien Industrieländer	3,1 %	9,4 %	15,7 %	22,0 %	28,3 %	34,6 %	40,9 %	47,2 %	53,5 %	59,8 %
Aktien Schwellenländer	1,9 %	5,6 %	9,3 %	13,0 %	16,7 %	20,4 %	24,1 %	27,8 %	31,5 %	35,2 %
Anleihen Investment Grade	85,5 %	76,0 %	66,5 %	57,0 %	47,5 %	38,0 %	28,5 %	19,0 %	9,5 %	0,0 %
Anleihen High Yield	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,0 %	0,5 %	0,0 %
Gold	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige Rohstoffe	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Geldmarkt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Tabelle 3.1: Strategische Asset-Allokation der LIQID-Global-Risikoklassen

Betrachten wir zunächst die Abweichungen $\hat{\delta}_q$ zwischen den Ziel-Allokationen der Portfolios angrenzender Risikoklassen:

$$\hat{\delta}_q^{v, v+0.10} = |\hat{\omega}_q^{v+0.10} - \hat{\omega}_q^v|, \quad v \in [0.10, \dots, 0.90].$$

$\hat{\delta}_q^{v, v+0.10}$	$\hat{\delta}_q^{0.10, 0.20}$	$\hat{\delta}_q^{0.20, 0.30}$	$\hat{\delta}_q^{0.30, 0.40}$	$\hat{\delta}_q^{0.40, 0.50}$	$\hat{\delta}_q^{0.50, 0.60}$	$\hat{\delta}_q^{0.60, 0.70}$	$\hat{\delta}_q^{0.70, 0.80}$	$\hat{\delta}_q^{0.80, 0.90}$	$\hat{\delta}_q^{0.90, 1.00}$
Aktien Industrieländer	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %	6,3 %
Aktien Schwellenländer	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
Anleihen Investment Grade	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Anleihen High Yield	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Gold	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Rohstoffe	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Geldmarkt	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Tabelle 3.2: SAA-Differenzen zwischen den einzelnen LIQID-Global-Risikoklassen

Wie aus Tabelle 3.2 hervorgeht, sind die Ziel-Allokationen über die Risikoklassen hinweg äquidistant, sodass gilt

$$\hat{\delta}_q^{v, v+0.10} = \hat{\delta}_q \quad \forall v \in [0.10, \dots, 0.90].$$

Die Allokationsdifferenzen unterscheiden sich also zwar über die Anlageklassen hinweg, sind über die Risikoklassen hinweg aber unveränderlich. So ergibt sich der Rebalancierungs-Schwellenwert η^q für die Assetklasse q als Hälfte der assetklassenspezifischen (aber nicht risikoklassenspezifischen) Allokationsdifferenz δ_q .

$$\eta_q = \hat{\delta}_q/2 \iff q \notin \{\text{Gold, Sonstige Rohstoffe}\}$$

Intuitiv wird also in einem gegebenen Portfolio immer dann eine Rebalancierung ausgelöst, wenn die Gewichtung einer Sub-Assetklasse der Gewichtung in einer benachbarten Risikoklasse ähnlicher wird als der des ursprünglichen Portfolios. So entspricht die tatsächliche Gewichtung $\omega_q^{v,t}$ zu einem gegebenen Zeitpunkt der Gewichtung $\omega_q^{v,t-1}$ zum vorherigen Zeitpunkt dann und nur dann, wenn die Abweichung der Ist-Allokationen den Schwellenwert η unterschreitet, sodass gilt:

$$\omega_q^{v,t} \begin{cases} = \omega_q^{v,t-1} & \iff |\omega_q^{v,t-1} - \hat{\omega}_q^{v,t-1}| < \eta_q \\ \neq \omega_q^{v,t-1} & \iff |\omega_q^{v,t-1} - \hat{\omega}_q^{v,t-1}| \geq \eta_q. \end{cases}$$

So erfolgte die Festlegung der folgenden Rebalancierungs-Schwellenwerte für die Anlageklassen Aktien und Anleihen:

$$\eta_q = \begin{cases} \pm 3,15 \text{ pp} & \iff q = \text{Aktien Industrieländer} \\ \pm 1,85 \text{ pp} & \iff q = \text{Aktien Schwellenländer} \\ \pm 4,75 \text{ pp} & \iff q = \text{Anleihen Investment Grade} \\ \pm 0,25 \text{ pp} & \iff q = \text{Anleihen High Yield} \end{cases}$$

Da die Allokation der Sub-Assetklassen Gold und Sonstige Rohstoffe über alle Risikoklassen hinweg unveränderlich ist, also nicht vom ermittelten Anlegerrisikoprofil abhängt, kann für diese Assetklassen der Schwellenwert nicht auf Grundlage derselben Logik definiert werden wie für die Assetklassen Aktien und Anleihen. Zur Herleitung dieser Schwellenwerte haben wir gefordert, dass Rohstoff- und Goldquoten immer dann zu rebalancieren seien, wenn sie einen ähnlich hohen Tracking Error verursachen wie Aktien, denen sie im Schwankungsverhalten ähneln. Das ist auf der Grundlage interner Berechnung für die folgenden Schwellenwerte der Fall:

$$\eta_q = \begin{cases} \pm 1,50 \text{ pp} & \iff q = \text{Gold} \\ \pm 1,00 \text{ pp} & \iff q = \text{Sonstige Rohstoffe} \end{cases}$$

Es ist zu erkennen, dass es insbesondere in den Portfolios der höheren Risikoklassen und in den Assetklassen Aktien und Anleihen gelegentlich zu Rebalancierungs-Ereignissen kommen sollte. Die Portfolios der Risikoklassen $v = 10$ und $v = 20$ hingegen werden voraussichtlich über mehrere Jahre hinweg keine ausreichend hohe Gewichtungswabweichung verzeichnen, um ein Rebalancierungs-Ereignis auszulösen.

Der folgende Abschnitt geht näher auf die Rebalancierungslogik auf Ebene der regionalen Aktiallokation ein.

3.1.2 Rebalancierung auf Ebene der Weltregionen im Aktienanteil

Der LIQID-Global-Anlagestil bildet die folgenden Weltregionen ab:

$$L^{\mathbb{G}} = \{\text{Nordamerika,} \\ \text{Europa,} \\ \text{Japan,} \\ \text{Asien-Pazifik,} \\ \text{Schwellenländer}\}$$

Sei $\hat{\omega}^{v,l}$ die regionale Soll-Gewichtung, wobei $l \in L^{\mathbb{G}}$ die Region und $v \in V$ wie oben die Risikoklasse bezeichnet.

Innerhalb der Anlageklasse *Aktien Industrieländer* werden die Gewichte der vier enthaltenen Indexfonds angepasst, wenn eine Region um mehr als zwei Prozentpunkte von der aktuell gültigen BIP-Gewichtung abweicht. Eine solche Abweichung wird täglich überprüft.

Tabelle 3.3 zeigt, wie sich die Gewichtung nach regionaler Wirtschaftskraft im Anlagestil LIQID Global auf die Gewichtung der einzelnen Weltregionen auswirkt und inwiefern diese Gewichtung von einer Gewichtung nach Marktkapitalisierung abweicht.

Region	$\tilde{\omega}_t^l$	$\hat{\omega}_t^l$	$\hat{\omega}_t^l - \tilde{\omega}_t^l$
Nordamerika	56,07 %	28,95 %	-27,12 %
Schwellenländer	8,64 %	37,84 %	+29,20 %
Europa	20,02 %	23,60 %	+3,58 %
Asien-Pazifik	7,02 %	2,80 %	-4,22 %

Tabelle 3.3: Vergleich Ziel-Gewichtung des Aktienanteils nach Marktkapitalisierung $\tilde{\omega}_t^l$ gegenüber BIP-Gewichtung $\hat{\omega}_t^l$. Stand 31.05.2018.

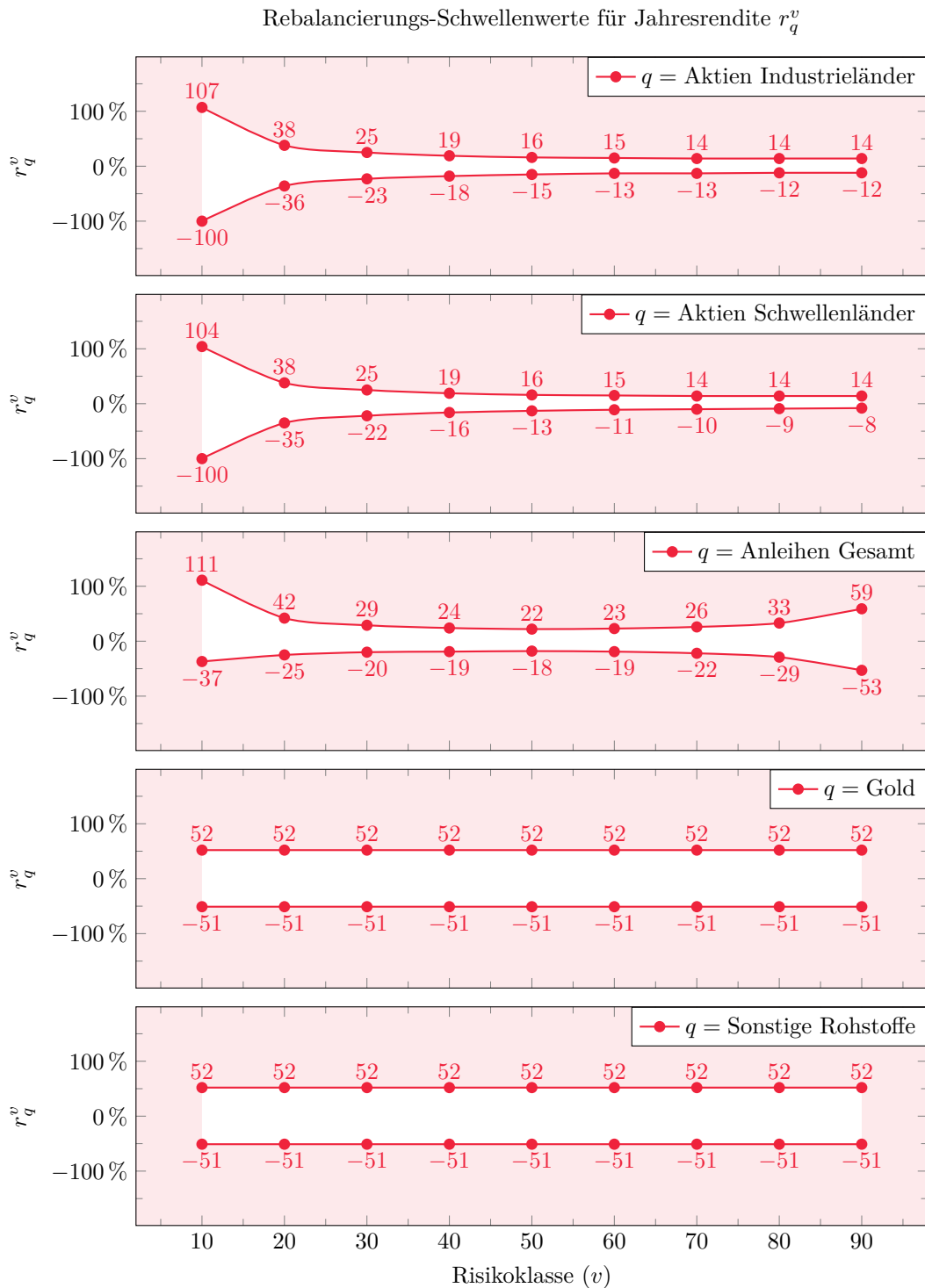


Abbildung 3.1: Wertentwicklungen, die eine Rebalancierung auslösen, wobei r_q^v die jährliche Rendite innerhalb der Assetklasse q im Portfolio der Risikoklasse v bezeichnet

3.2 Produktselektion

Wie eingangs erwähnt, spielt die Produktauswahl im Investmentprozess für alle Anlagestile eine entscheidende Rolle. Im Anlagestil LIQID Global achtet das Investment-Team insbesondere auf folgende Kriterien:

- **Kosten** Da ein ETF einen bestimmten Markt abbildet, bedeuten höhere Kosten eine niedrigere Rendite. Die laufenden Kosten des ETF sollten möglichst gering sein.
- **Handelbarkeit und Liquidität** Es wird darauf geachtet, nur ETFs zu erwerben, die Fondsvolumina aufweisen, die jederzeit kostengünstig handelbar sind.
- **Replikationsmethode** LIQID Global enthält, soweit kosteneffizient möglich, physisch replizierende ETFs.
- **Steuerliche Struktur** Die ausgewählten ETFs müssen für Anleger in Deutschland erwerbbar sein und regelmäßig an entsprechende Steuerbehörden berichten, damit unsere Anleger nicht zusätzlichem administrativen Aufwand unterworfen werden.
- **Referenzwährung** Unsere Kunden sind Euro-Anleger, deshalb ist es vorteilhaft, wenn auch der Fonds in Euro denominiert ist (Währungsrisiko). Bei Fonds und Märkten, die ein erhöhtes Währungsschwankungsrisiko aufweisen, achten wir auf eine Währungssicherung (Euro-Hedging).

4 LIQID Global Impact

Mit LIQID Global Impact bietet LIQID eine Variante des LIQID-Global-Anlagestils, die ein breites Spektrum an Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigt. So weist LIQID Global Impact ein erheblich verbessertes Nachhaltigkeitsprofil gegenüber der Benchmark auf, ohne auf Diversifikation und Umsetzung mittels kostengünstiger ETFs und Fonds zu verzichten.

LIQID Global Impact bildet die folgenden Assetklassen ab:

$$Q^{\text{GI}} = \{ \text{Aktien Industrieländer,} \\ \text{Aktien Schwellenländer,} \\ \text{Anleihen Investment Grade,} \\ \text{Anleihen High Yield,} \\ \text{Gold,} \\ \text{Geldmarkt} \}$$

In Bezug auf die enthaltenen Assetklassen entspricht LIQID Global Impact mit Ausnahme der Rohstoffallokation also dem Anlagestil LIQID Global. Diese Assetklassen werden über Instrumente abgebildet, die verschiedene Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen. Aktienseitig finden andere Kriterien Anwendung als anleihenseitig.

4.1 Besonderheiten im Global-Impact-Investmentprozess: Nachhaltigkeitskriterien

Aktienseitig werden bei LIQID Global Impact ausschließlich Produkte eingesetzt, die dem umfangreichen SRI-Kriterienkatalog des Indexanbieters MSCI genügen. Die Zusammensetzung der MSCI-SRI-Indizes, welche die Aktien-ETFs in LIQID Global Impact abbilden, wird in einem zweistufigen Prozess durch Reduktion der ihnen zugrunde liegenden nicht nachhaltigen SRI-Indizes hergeleitet. So wird beispielsweise der *MSCI USA SRI* Index durch Reduktion des *MSCI USA* Index hergeleitet.

Der erste Exklusionsschritt besteht in einem wertebasierten Industrieausschluss. Es werden hierbei Aktien aller Unternehmen ausgeschlossen, die in signifikantem Maße in bestimmten Ausschluss-Industrien aktiv sind.

3 Säulen	10 Themen	37 Kriterien
Umwelt	Klimawandel	Kohlenstoffemissionen Finanzierung von Umwelteinflüssen CO ₂ -Bilanz Klimawandel-Anfälligkeit
	Rohstoffgewinnung und -nutzung	Wassernutzung Rohstoffbeschaffung Artenvielfalt und Landnutzung
	Verschmutzung und Abfall	Emissionen und Entsorgung Elektronikschrott Verpackungsmaterial und Abfall
	Umweltförderung	Saubere Technologie Erneuerbare Energien Umweltfreundliches Bauen
Soziales	Humankapital	Arbeitsmanagement Entwicklung des Humankapitals Gesundheit und Sicherheit Arbeitsstandards in der Lieferkette
	Produkthaftung	Produktsicherheit und Qualität Datenschutz und Datensicherheit Chemische Sicherheit Nachhaltige Investitionen Finanzielle Produktsicherheit
	Interessenvertretung Soziale Teilhabe	Gesundheit und Demografisches Risiko Umstrittene Beschaffung Zugang zu Kommunikation Zugang zu Gesundheitsversorgung Zugang zu Finanzierung Ernährung und Gesundheit
Corporate Governance	Ordnungsrahmen	Vorstand Besitzverhältnisse Entlohnung Buchhaltung
	Verhaltensrichtlinien	Unternehmensethik Korruption und Instabilität Wettbewerbspraktiken Auswirkungen auf Finanzstabilität Steuertransparenz

Tabelle 4.1: Nachhaltigkeitskriterien, die im Aktienanteil der LIQID-Global-Impact-Portfolios Anwendung finden. Quelle: Übersetzung auf Grundlage von MSCI ESG Research LLC (2018, p. 4).

In einem zweiten Schritt werden die verbliebenen Unternehmen einer tief greifenden Prüfung auf die 37 in Tabelle 4.1 genannten Nachhaltigkeitskriterien hin unterzogen. Nur jene Unternehmen, die in dieser Prüfung zumindest überdurchschnittlich gut abschneiden, verbleiben im Index und damit im LIQID-Global-Impact-Portfolio.

Auf diese Weise erfolgt eine erhebliche Reduktion der zugrunde liegenden Indizes. Anleihen-seitig verfolgt LIQID Global Impact keinen Ausschlussansatz, sondern einen Best-in-Class-ESG-Integrationsansatz. So fließen zahlreiche ESG-Kriterien mit in den Investmentprozess ein; ein systematischer Ausschluss erfolgt hier aber nicht.

4.2 Chance-Risiko-Profil

Da LIQID Global Impact weitgehend die strategische Anlageaufteilung von LIQID Global abbildet, ist langfristig ein sehr ähnliches Chance-Risiko-Profil zu erwarten wie im Anlagestil LIQID Global. Umfangreiche historische Simulationen belegen, dass sich diese Erwartung auch in der Vergangenheit erfüllt hätte. Die historische Performance dient nicht als Indikator für die künftige Wertentwicklung.

5 LIQID Select

LIQID Select ist ein aktiver Anlagestil. LIQID-Select-Anleger greifen neben der strategischen Anlageaufteilung auch bei der taktischen Portfoliosteuerung auf die Erfahrung und Kapitalmarktexpertise von HQ Trust, der Vermögensverwaltung der Familie Harald Quandt, zurück.

Aktives Management kann sowohl auf Portfolioebene, wie im Rahmen der taktischen Steuerung in den LIQID-Select-Portfolios, als auch auf Fondsebene in aktiven Fonds betrieben werden. Mit aktivem Management wird versucht, die Wertentwicklung einer Benchmark (häufig eines Index oder einer Kombination mehrerer Indizes) zu übertreffen und somit höhere Renditen als der Vergleichsmarkt zu erzielen. Ein aktiver Anlagestil setzt auf die gezielte Auswahl von Wertpapieren oder Fonds, die eine bessere Performance als der Gesamtmarkt erwarten lassen. In den LIQID-Select-Portfolios wird die Portfoliosteuerung vom gemeinsamen Investment-Team von LIQID und HQ Trust übernommen. Dieses Team schließt zudem Experten für Managerselektion ein. Diese Experten wählen in einem aufwendigen Auswahlprozess die vielversprechendsten Fondsmanager aus. Die Zusammensetzung der Zielfonds verantwortet wiederum der jeweilige Fondsmanager, der stets Experte für seine Anlageklasse und -strategie ist. Der Fondsmanager passt die Gewichtungen innerhalb seines Fonds bei Bedarf je nach Anlagestrategie und Zielen an die aktuelle Marktsituation an. Aktiv verwaltete Fonds haben gegenüber passiv gemanagten Fonds den Vorteil, dass sie teils deutlich von ihrer Benchmark abweichen und auf diese Weise Marktchancen nutzen können. Passiv verwaltete Fonds haben diese Möglichkeit nicht, weil sie stets ihren Vergleichsindex nachbilden müssen. Nur ein Abweichen durch aktive Positionierung kann zu einer Überrendite gegenüber dem Gesamtmarkt führen.

5.1 Besonderheiten im Select-Investmentprozess: Taktische Steuerung

Der Investmentprozess im LIQID-Select-Anlagestil gliedert sich in drei Komponenten. Das Portfoliostrategie-Team verantwortet die strategische Anlageaufteilung (SAA). Grundlage hierfür sind möglichst realistische, langfristige Ertragsprognosen für alle Anlageklassen. Diese Prognosen sind Ausgangspunkt für die Berechnung der langfristig optimalen Anteile der einzelnen Anlageklassen am Gesamtportfolio.

Das Portfoliomanagement-Team verantwortet die Steuerung der Portfolios, darunter die Auswahl der eingesetzten Wertpapiere, insbesondere Fonds. Die Fondsselektion ist eine wichtige Komponente des langfristigen Anlageerfolgs. In diesem strukturierten Prozess kommen neben quantitativer Analyse auch das breite HQ-Trust-Netzwerk und langjährige Markterfahrung zum Tragen. Über die Fondsselektion hinaus kann das Portfoliomanagement-Team im Rahmen der taktischen Anlageaufteilung in begrenztem Maße von der strategischen Anlageaufteilung abweichen, wenn entsprechende Chancen oder Risiken an den Märkten erkennbar sind. Im dritten Schritt erfolgt die Umsetzung

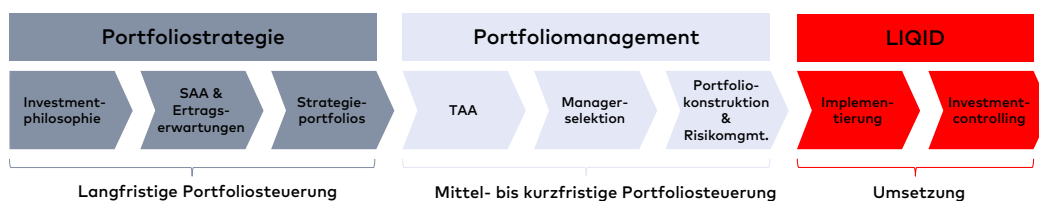


Abbildung 5.1: Struktur des Select-Investmentprozesses

der Allokationsentscheidungen in den LIQID-Select-Portfolios.

5.2 Portfoliostrategie

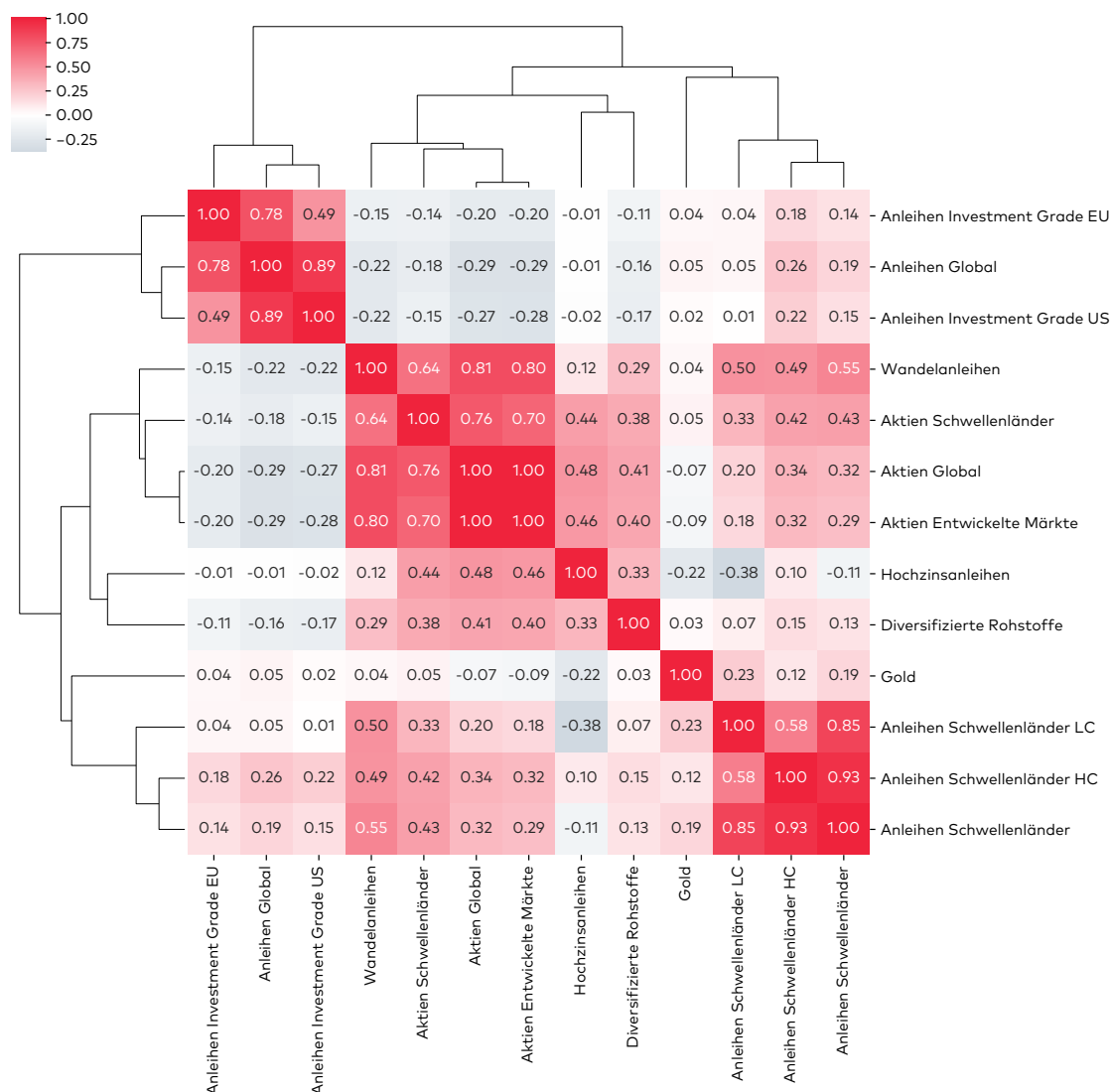


Abbildung 5.2: Korrelationsmatrix der im Anlagestil LIQID Select enthaltenen Assetklasse. Die strategische Asset-Allokation fußt auf den Korrelationen zwischen den in den Select-Portfolios enthaltenen Assetklassen sowie auf Simulationen und Erwartungen aus unseren Kapitalmarktmodellen.

5.2.1 Strategische Anlageaufteilung (SAA)

Ausgangspunkt für die Erstellung der strategischen Anlageaufteilung (SAA) sind Ertrags- und Risikoprojektionen, die das Portfoliostrategie-Team für einzelne Anlageklassen mittels statistischer Modelle und Simulationen schätzt. Eine Vielzahl von Einflussfaktoren bilden gemeinsam die Grund-

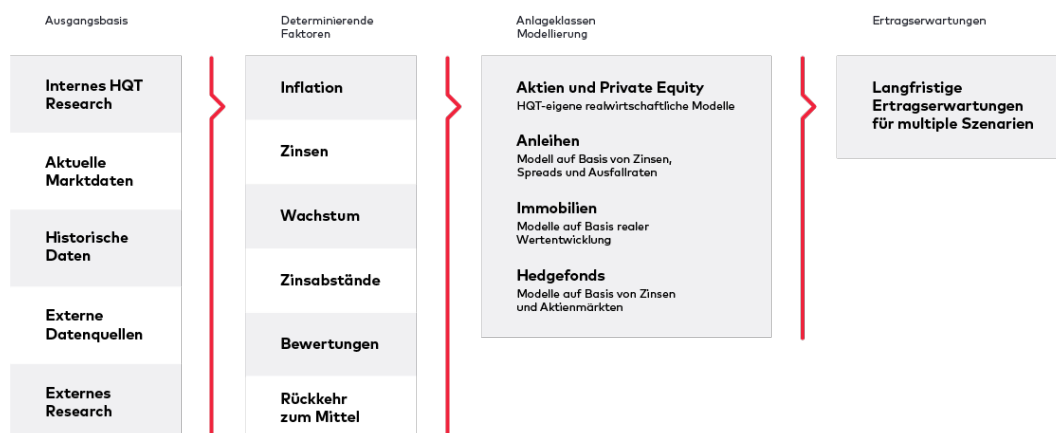


Abbildung 5.3: Systematische Ertragsmodellierung mit Multiszenario-Ansatz und Langfristprojektionen

lage für eine ganzheitliche Modellierung, die neben historischen Daten aktuelle Bewertungsniveaus und Stress-Szenarios berücksichtigt. Die strategische Anlageaufteilung bildet die Grundlage für den langfristigen Anlageerfolg.

Robuste Risikomodelle unter Einbezug atypischer Krisenzeiten und Liquiditätsanalysen ermöglichen eine gezielte Prävention von Stichprobenspezifität der Schätzungen. Es werden dabei unterschiedliche Arten von Risiken berücksichtigt, darunter die Verfehlung des Anlageziels, Ausfallrisiken, Schwankungsrisiken und Liquiditätsrisiken. Ziel ist es dabei, den Anleger vor der Realisation eines Verlusts zu schützen.

Der LIQID-Select-Anlagestil bildet verglichen mit den im LIQID-Global-Anlagestil enthaltenen Assetklassen Q^G (siehe Kapitel 3) ein breiteres Anlageklassenspektrum ab, das unter anderem auch Hedgefonds und opportunistische Anlageklassen in die taktische Steuerung integriert:

$$Q^S = \{ \text{Aktien Industrieländer,} \\ \text{Aktien Schwellenländer,} \\ \text{Anleihen Investment Grade,} \\ \text{Anleihen High Yield,} \\ \text{Anleihen Schwellenländer,} \\ \text{Hedgefonds,} \\ \text{Gold,} \\ \text{Rohstoffe,} \\ \text{Geldmarkt, } \} \cup Q^O,$$

wobei die Menge an opportunistischen Anlageklassen Q^O nicht Teil der strategischen Anlageaufteilung ist, sondern ausschließlich im Rahmen der taktischen Steuerung (TAA) durch das Portfoliomanagement-Team in die Portfolios aufgenommen werden kann.

$$Q^{\circ} = \{\text{Aktien Flexibel,} \\ \text{Anleihen Flexibel,} \\ \text{Insurance-Linked Securities,} \\ \text{Anleihen Inflationsgeschützt,} \\ \text{Wandelanleihen}\}.$$

Markt- und Währungsrisiken können zudem mit Termingeschäften oder Derivaten abgesichert werden. LIQID Select setzt gezielt auf aktive Fondsmanager. Über aktive Aktien- und Anleihenfonds hinaus werden, mit Ausnahme der LIQID-Select-Portfolios mit 100-prozentiger Aktienquote, auch defensive Hedgefonds eingesetzt, um Risiken zu reduzieren. Diese Hedgefonds verfolgen wenig volatile Strategien, die unabhängig von der Entwicklung anderer Anlageklassen anleihenähnliche Erträge anstreben.

Auch im LIQID-Select-Anlagestil wird stets die vom Kunden im Anlegertest bestimmte Rücklage berücksichtigt. Denn sie bestimmt, welcher Teil der Anlage nicht durch zwischenzeitliche Kurschwankungen angegriffen werden soll. LIQID richtet die Empfehlung der Anlagestrategie und der Risikoklasse im Anlegertest so aus, dass eine Unterschreitung der Rücklage mit 97,5-prozentiger Wahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres nicht zu erwarten ist.

5.3 Portfoliomanagement

Beim expertengesteuerten Anlagestil LIQID Select erfolgt die Portfoliosteuerung durch das gemeinsame Investment-Team von LIQID und HQ Trust, parallel zur Steuerung der HQ-Trust-Kundenportfolios. Es beobachtet laufend die Märkte sowie die Entwicklungen in Wirtschaft und Politik. Wenn das Investment-Team Chancen oder Risiken sieht, passt es die Portfolios im Rahmen der taktischen Portfoliosteuerung umgehend an. Konkret bedeutet das: Die Anlageklassen in den Kundenportfolios werden für begrenzte Zeiträume taktisch unter- oder übergewichtet, um Marktchancen zu nutzen und Risiken zu reduzieren.

5.3.1 Taktische Anlageaufteilung (TAA)

Die taktische Steuerung der LIQID-Select-Portfolios fußt auf der Annahme, dass durch Erfahrung, umfangreiche quantitative Simulationen und Kapitalmarktanalyse regelmäßig nicht öffentliche Informationen im Sinne der schwachen Markteffizienzhypothese aus Grundlagendaten gewonnen und gewinnbringend genutzt werden können. Die intensive Auseinandersetzung mit Kapitalmärkten führt unweigerlich zu einer Meinung bezüglich Chancen und Risiken für Investoren. Diese Hausmeinung von HQ Trust wird direkt im Rahmen der taktischen Steuerung in den LIQID-Select-Portfolios umgesetzt. Um den Effekt der taktischen Steuerungsentscheidung abzuschätzen, bedarf es eines hinreichend langen Evaluierungszeitraums. Sehr kurzfristige Marktereignisse sind nicht zuverlässig vorhersehbar; der Erfolg einzelner taktischer Allokationsentscheidungen zeichnet sich innerhalb von sechs bis zwölf Monaten ab. Diese Entscheidungen bilden die Grundlage für eine langfristige Überrendite. Geht in der Langfrist die Mehrheit der unterjährigen taktischen Allokationsentscheidungen auf, so wird ein Mehrertrag gegenüber dem Gesamtmarkt erzielt. Die abschließende Beurteilung einer aktiven Anlagestrategie im Hinblick auf ihre Effektivität setzt einen Betrachtungszeitraum von mehreren Jahren voraus. Die Umsetzung der eigenen Kapitalmarktmeinung ist somit die Grundlage für eine Überrendite. Obwohl taktische Allokation eine zeitliche Komponente (*Market Timing*) enthält, unterscheidet sie sich grundsätzlich von spekulativen Handelsgeschäften oder Marktwetten: Es werden keine strategisch oder taktisch relevanten Aussagen über Zeiträume von unter drei Monaten getroffen. Regelmäßig beziehen sich taktische Entscheidungen auf einen Zeitraum von wenigstens sechs Monaten.

Voraussetzung für den langfristigen Erfolg von taktischen Allokationsentscheidungen ist ein systematischer Entscheidungsprozess mit der Möglichkeit, Erfolg und Misserfolg einzelner taktischer Entscheidungen entsprechend nachvollziehen zu können.

5.3.1.1 Kapitalmarktanalyse

Die Kapitalmarktanalyse des Investment-Teams hat drei Komponenten:

Businesszyklusanalyse Zyklische oder auch fundamentale Indikatoren sind volkswirtschaftliche Variablen, die Rückschlüsse auf die aktuelle Position im Wirtschaftszyklus erlauben. Gelingt ein solcher Rückschluss, so ergeben sich tief greifende Implikationen für den weiteren Verlauf von Assetklassen-Erträgen. Je nach Position im Konjunkturzyklus liefert eine bestimmte Gruppe von Assetklassen überdurchschnittliche Erträge.

Bewertungsanalyse Bewertungsindikatoren stellen einen Zusammenhang zwischen dem Preis und der Ertragskraft eines Investments her. Niedrige Bewertungen verzerren die Wahrscheinlichkeitsverteilung nachfolgender Beobachtungen zugunsten höherer, hohe Bewertungen zugunsten niedrigerer Erträge. Bei der Auswahl achten wir strikt auf die historische Relevanz der verwendeten Größen.

Analyse des Anlegerverhaltens Quantitative Indikatoren sind dazu geeignet, systematisch auftretende Wahrnehmungsverzerrungen von Marktteilnehmern messbar zu machen. Wir wissen aus der verhaltensorientierten Kapitalmarktforschung, dass solche Verzerrungen, insbesondere wenn sie weit verbreitet auftreten, zukünftige Erträge in vorhersagbarer Art und Weise beeinflussen können – in aller Regel zuungunsten jener Marktteilnehmer, die solchen Verzerrungen unterliegen.

Zu jedem Zeitpunkt wird darauf geachtet, dass keine der Komponenten der Kapitalmarktanalyse alleine Grundlage für eine Allokationsentscheidung ist. Auch wenn jede Komponente entscheidungsrelevante Informationen liefern kann, so ist die Kapitalmarktanalyse doch nur in ihrer Gesamtheit entscheidungsrelevant.

5.3.1.2 Kapitalmarktindikatoren und -signale

Die qualitative Beurteilung des makroökonomischen Umfelds wird kombiniert mit quantitativer Kapitalmarktanalyse. Die quantitative Arbeit ist dabei das Rückgrat jeder Analyse. So wird sichergestellt, dass jede Entscheidung auf Basis nachweislich relevanter Kapitalmarktdaten getroffen wird. Im Rahmen der quantitativen Analysen greift das Investment-Team auf Hunderte Indikatoren und Signale zurück, die fortlaufend auf Basis von über 1.000 Zeitreihen errechnet, verarbeitet und ausgewertet werden. Makroökonomische Indikatoren können beispielsweise auf aktuelle Konjunkturphasen hinweisen, gezielte Sektoranalysen können Grundlage für Gewichtungsentscheidungen sein. Die proprietären Modelle werden über zahlreiche unterschiedliche Finanzdatenbanken versorgt.

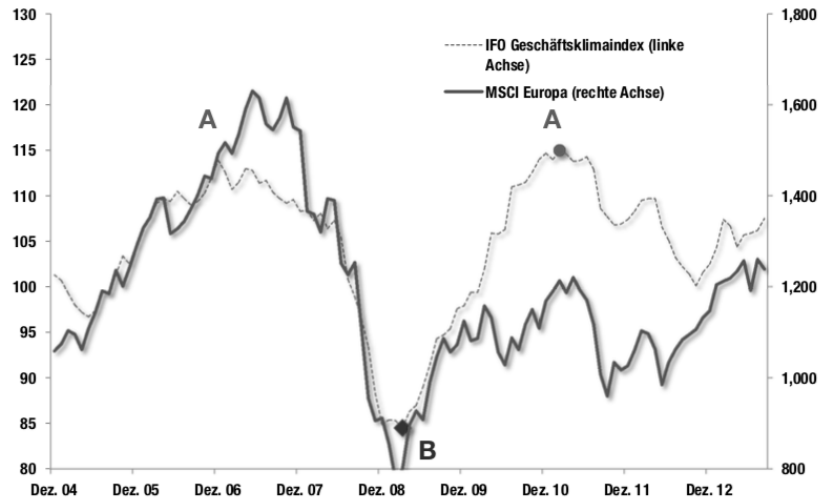


Abbildung 5.4: ifo-Geschäftsklimaindex: Ein hoher Wert des Index geht einher mit hohen Erwartungen von Marktteilnehmern (Punkt A). Diese Marktteilnehmer können daher leicht enttäuscht werden. Punkt B schafft die Voraussetzung für hohe Erträge in der Zukunft. Er ist aus Anlegersicht attraktiver.

Die täglich überwachten Kapitalmarktmodelle stellen die Grundlage für jede taktische Allokationsentscheidung dar. Taktische Allokationsentscheidungen werden im Portfoliomanagement-Team getroffen. Es ist dabei auch Aufgabe dieses Gremiums, die Modelle zu hinterfragen und auf qualitative Aspekte hinzuweisen, die von den quantitativen Modellen übergangen worden sein könnten. Es tagt in regelmäßigen Abständen und zusätzlich im Falle besonderer Kapitalmarkt ereignisse, um die Ergebnisse der Kapitalmarktanalyse und ihre Implikationen für die taktische Allokation und Managerselktion zu debattieren.

Die zeitliche Schwankung einer bedeutenden bewertungsrelevanten Größe, wie zum Beispiel des Zinsspreads zwischen 2-jährigen und 10-jährigen Schuldtiteln, wird im Zeitverlauf beobachtet. Wir beschränken uns dabei auf Indikatoren, die in der Vergangenheit nachweisliche Relevanz für zukünftige Erträge gezeigt haben. Kausalität ist vorausgesetzt. Die Indikatoren werden entsprechend normiert, dass sie zwischen -2,0 und +2,0 schwanken können. Nur in Extremfällen, wie zum Beispiel während der Finanzkrise 2008/2009, können Werte über oder unter diesem Intervall auftreten. Die Normierung der Einzelindikatoren ermöglicht die Berechnung von aggregierten Gesamtindikatoren für jede Anlageklasse.

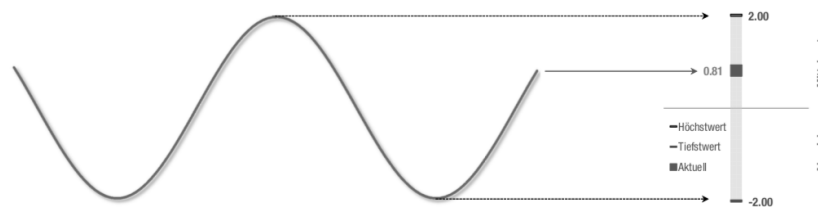


Abbildung 5.5: Indikator normiert auf Intervall -2,0 und +2,0

Das Entscheidungskalkül lautet stets, bei besonders Erfolg versprechenden (niedrigen) Indikatorwerten in den Markt einzusteigen und bei wenig Erfolg versprechenden (hohen) Bewertungen auszustiegen. Ein deutlich erhöhter Indikatorwert führt also ceteris paribus zu einer Empfehlung

des Analyse-Teams an das Investmentkomitee zur Untergewichtung beziehungsweise Desinvestition einer Anlageklasse. Ein niedriger Indikatorwert hat ceteris paribus regelmäßig eine Kaufempfehlung der entsprechenden Anlageklasse zur Folge. Das Investmentkomitee diskutiert die Empfehlungen. Die finale Allokationsentscheidung obliegt dem Chief Investment Officer von LIQID und HQ Trust.

5.3.2 Managersélection

Bei der Auswahl der Fonds und Wertpapiere für LIQID Select wird ein qualitätsgetriebener, zukunftsorientierter Ansatz verfolgt. Ziel ist es dabei, die vielversprechendsten Fondsmanager weltweit zu identifizieren. Unser Investment-Team geht hierbei systematisch vor, um Vorteile im Investmentprozess bestimmter Fonds zu identifizieren, die eine fortlaufende Outperformance gegenüber anderen Fonds und dem Markt ermöglichen. Der Fokus liegt dabei in der Regel auf kleineren, weniger bekannten Fonds, die von sehr erfahrenen Teams geführt werden. Wir überwachen die Fonds unter anderem auf Basis der Liquidität der investierten Basiswerte. In Märkten und Situationen, in denen aktive Manager keinen identifizierbaren Mehrwert bringen, zum Beispiel bei japanischen Large-Caps, werden konsequent Indexfonds (ETFs) verwendet.

Folgende Kriterien finden bei der Managersélection im Anlagestil LIQID Select Anwendung:

- **Fondstyp** In transparenten Märkten werden börsengehandelte Indexfonds eingesetzt (ETFs), in Märkten, in denen eine Überrendite durch Selektion möglich ist, setzen wir auf aktive Fonds.
- **Erfahrenes Management und geringe Personalfuktuation** Erfahrung und Track-Record weisen besonders gute Fondsmanager aus. Beständigkeit im Team ist eine Voraussetzung für den langfristigen Anlageerfolg.
- **Kosten** Es werden Fonds ausgewählt, die eine Überrendite nach Abzug der laufenden Kosten erwarten lassen. Kosten alleine sind somit bei LIQID Select nicht primäres Entscheidungskriterium. Sie fließen aber in die Beurteilung der erwarteten Wertentwicklung nach Kosten ein.
- **Anreizsetzung und Gebührenstruktur** Es wird darauf geachtet, dass die Fondsmanager so vergütet werden, dass stets das Anlegerinteresse gewahrt ist.
- **Nachvollziehbarer Vorteil im Investmentprozess** Der Manager sollte erklären können, warum eine Überrendite gegenüber dem Markt zu erwarten ist.
- **Team** Das Fondsmanagement-Team muss ausreichend groß sein, um die jeweilige Assetklasse erfolgreich abdecken zu können.
- **Kontrollinstanzen im Investmentprozess** Ein differenzierter Risikomanagementprozess, der zum fondseigenen Investmentprozess passt, zeichnet die besten Fonds aus.

5.4 Umsetzung der Allokationsentscheidungen

Alle Allokationsentscheidungen werden auf Basis von Musterportfolios definiert. Im darauf folgenden Schritt werden die Allokationsentscheidungen dann kongruent in die LIQID-Select-Risikoklassen übersetzt. Der Handel der Portfolios erfolgt dann auf Ebene der Kundendepots.

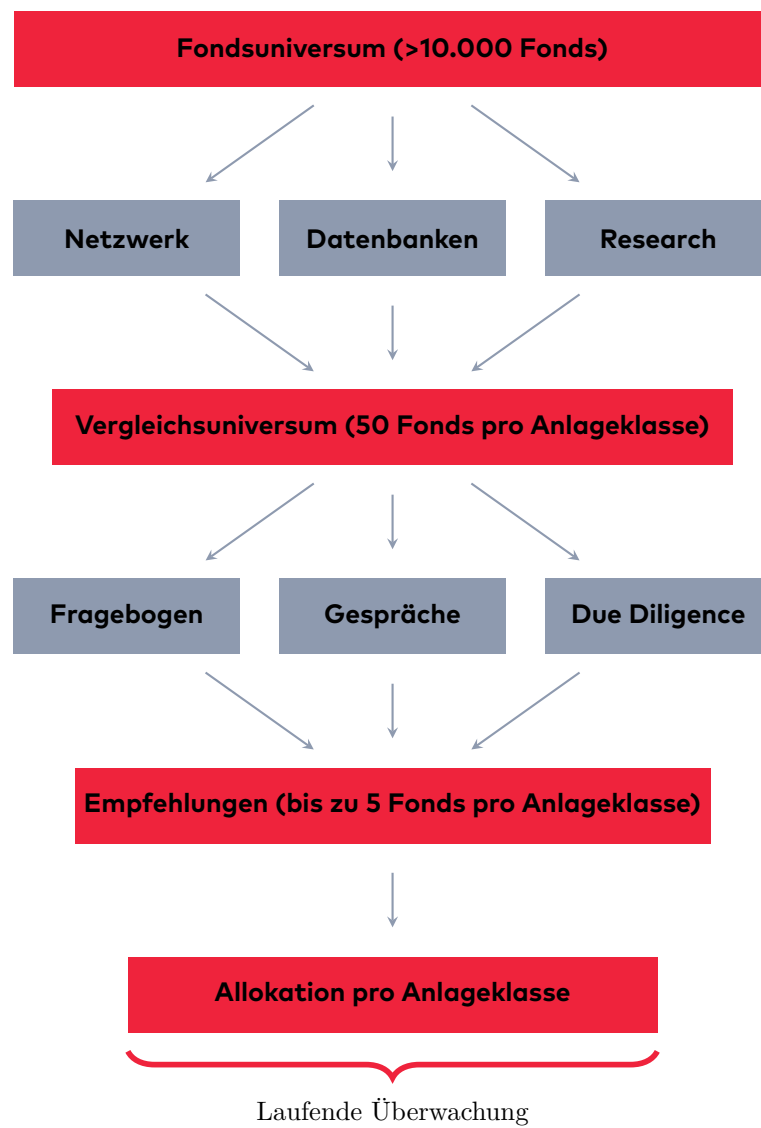


Abbildung 5.6: Der Managerselektionsprozess

5.5 Dekomposition der aktiven Portfoliorendite

Um besser zu verstehen, wie die aktive taktische Steuerung unserer LIQID-Select-Portfolios einen Mehrwert erzielt, gehen wir in diesem Textabschnitt auf das Verhältnis zwischen Portfoliorendite, Signalqualität und Portfoliokonstruktion ein.

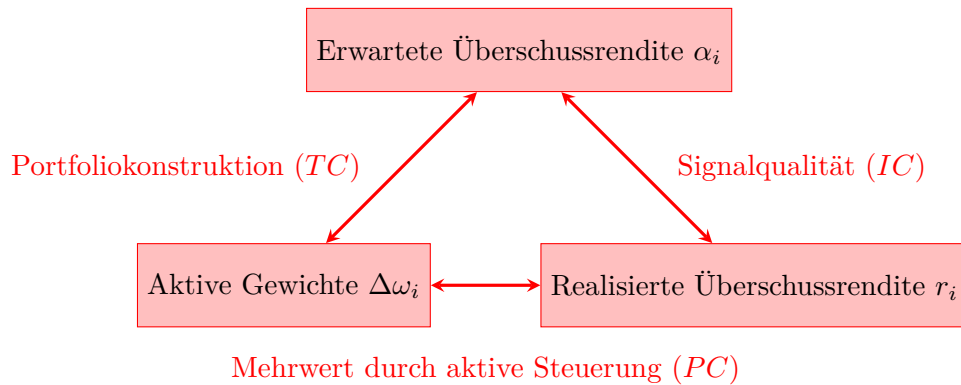


Abbildung 5.7: Korrelationsdreieck der aktiven Portfolioverwaltung

Sei r^S die Rendite eines gegebenen LIQID-Select-Portfolios. Diese Rendite kann der folgenden Dekomposition unterzogen werden:

$$r^S = r_A^S + \beta^S r_B,$$

wobei β^S die Gleichbewegung der Portfoliorenditen mit der Benchmark bezeichnet und r_B die Rendite der LIQID-Benchmark (Kapitel 2) ist.¹ r_A^S bezeichnet dann die Differenz zwischen der Portfoliorendite insgesamt und jenem Anteil an der Gesamtportfoliorendite, der nicht aus einer aktiven Wertpapierauswahl, sondern aus einem systematischen Gleichlauf mit der Benchmark resultiert. Diese Differenz nennen wir im Folgenden die *aktive Portfoliorendite*, da sie kausal auf die Auswahl bestimmter Wertpapiere zurückzuführen ist. Im Zusammenhang mit der oben umrissenen Markteffizienzdebatte bedeutet die Annahme, dass $r_A^S > 0$, dass der Kapitalmarkt ausreichende Ineffizienzen aufweist, um durch intensive Kapitalmarktanalyse einen Informationsvorteil gegenüber dem breiten Markt zu erzielen.

Wie Clarke, de Silva und Thorley (2002) zeigen, wird die aktive Portfoliorendite r_A^S im Wesentlichen durch den folgenden Ausdruck bestimmt:

$$\mathbb{E}[r_A^S] \approx TC \times IC \times \sqrt{N} \times \sigma_A,$$

wobei TC *Transferkoeffizient* und IC *Informationskoeffizient* heißen, σ_A die Volatilität der aktiven Renditen (das heißt Tracking Error) und N die Anzahl der Titel im Wertpapieruniversum bezeichnen.

Informationskoeffizient Der Informationskoeffizient quantifiziert den Gleichlauf zwischen tatsächlich erzielten Überrenditen der einzelnen Wertpapiere im Select-Universum und den projizier-

¹ Der Parameter β stammt aus dem *Capital Asset Pricing Model* und ist als die normierte Kovarianz zwischen den Renditen des Portfolios oder Wertpapiers einerseits und der Benchmark andererseits wie folgt definiert: $\frac{\text{Cov}[r^S, r_B]}{\text{Var}[r_B]}$. Die dargestellte Dekomposition der Portfoliorenditen setzt eine Gültigkeit des CAPM-Modells nicht voraus, da die Variable r_A^S frei variieren kann, sodass eine systematische Überrendite über den Markt nicht ausgeschlossen wird. Unter der hier nicht getroffenen Annahme strenger Gültigkeit des CAPM-Modells wäre $r_A^S \equiv 0$.

ten Überrenditen. Höhere Werte des Informationskoeffizienten bedeuten also genauere Renditeprojektionen und erhöhen so die erwartete Überrendite des Portfolios gegenüber der Benchmark.

Transferkoeffizient Der Transferkoeffizient misst den Gleichlauf zwischen aktiven Portfoliopositionen und den erwarteten Überrenditen. Je höher der Transferkoeffizient, desto eher entspricht die tatsächliche Positionierung durch die aktiven Wertpapiergewichte dem erwarteten Renditeprofil.

6 LIQID Private Equity

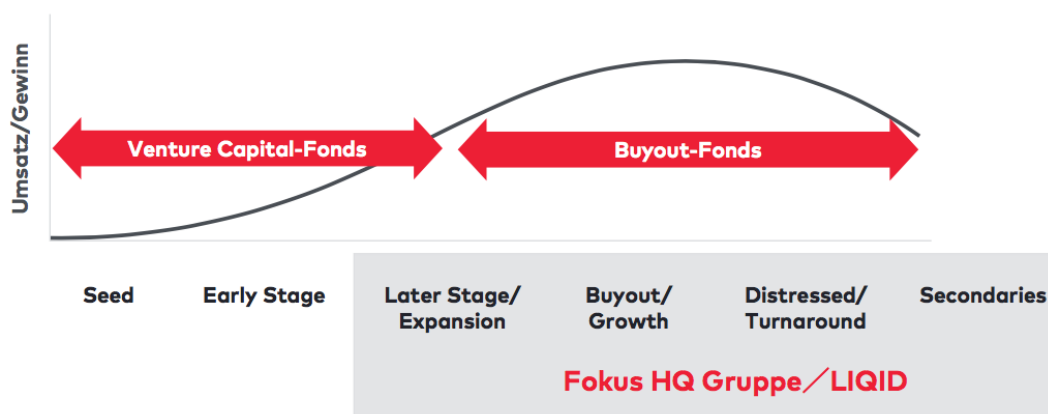


Abbildung 6.1: Private Equity in unterschiedlichen Wachstumsphasen von Unternehmen

Private Equity ist eine Anlageklasse, unter der Beteiligungen an privaten, nicht börsennotierten Unternehmen zusammengefasst werden. Investoren sind in der Regel Versicherungen, Stiftungen und Family Offices. Sie kaufen sich entweder direkt in Unternehmen ein oder investieren in verwaltete Private-Equity-Fonds. Grundsätzlich lassen sich zwei Typen von Private-Equity-Investments unterscheiden: Venture-Capital-Fonds sowie Growth- und Buyout-Fonds. Venture-Capital-Fonds beteiligen sich vor allem an jungen Unternehmen während deren Aufbauphase. Growth- und Buyout-Fonds versuchen durch Eingriffe in das operative Geschäft etablierter Unternehmen, den Unternehmenswert zu erhöhen. Das geschieht beispielsweise mit neuen Ideen, die zu Umsatzsteigerungen führen, mit Verbesserungen der Anreizsysteme für das Management, mit strategischen Akquisitionen, Managementwechseln, Kostensenkungsprogrammen oder Änderung der Finanzierungsstruktur. Im Regelfall verkaufen die Investoren das Unternehmen schließlich mit (oftmals hohem) Gewinn. Private-Equity-Investitionen sind nicht öffentlich handelbar, sie sind illiquide. Eine kurzfristige Veräußerung von Beteiligungen ist nicht möglich. Das Kapital ist üblicherweise 10 bis 15 Jahre gebunden. LIQID bietet erfahrenen Anlegern außerhalb der liquiden Anlagestile ein Investment in Private Equity an. Die Illiquidität der Anlageklasse Private Equity geht einher mit einer Renditeerwartung, die oberhalb derer von Aktien liegt. Seit dem Jahr 2000 haben Buyout- und Growth-Fonds durchschnittlich eine Überrendite von 4 Prozent gegenüber dem breiten US-amerikanischen Aktienmarkt erzielt. Die Wertentwicklung des breiten Private-Equity-Marktes betrug in den vergangenen 17 Jahren 10,2 Prozent pro Jahr. Das LIQID-Investment-Team rechnet damit, dass die jährlichen Renditen unseres Private-Equity-Angebots die an den Aktienmärkten auch weiterhin um 3 bis 5 Prozent übertreffen dürften.

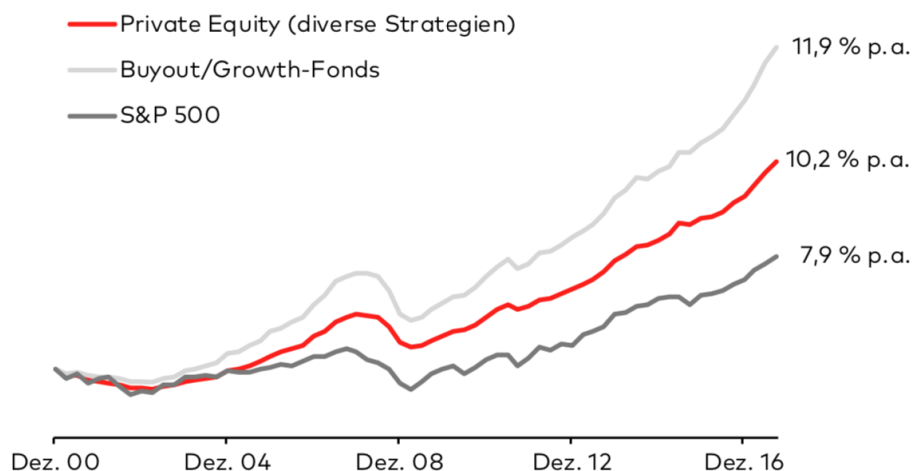


Abbildung 6.2: Renditen von Private Equity im Vergleich

6.1 Konzept

Im Rahmen des Core-Satellite-Ansatzes bietet LIQID Private Equity, über die liquiden Anlagen in LIQID Global und LIQID Select hinaus, die Möglichkeit zur weiteren Vermögensdiversifikation. Die Integration der illiquiden Anlageklasse Private Equity in das Portfolio verbessert das Chance-Risiko-Profil auf Gesamtportfolioebene (Kapitel 1.3). Anders als in den liquiden Kernprodukten ist das Kapital in LIQID Private Equity über mehrere Jahre hinweg gebunden. Da es sich bei Private Equity um Eigenkapitalinvestitionen handelt, sollte die Aktienquote im Kernportfolio bei Zeichnung von LIQID Private Equity entsprechend vermindert werden.

Anfang 2017 wurde der erste LIQID-Private-Equity-Fonds (LIQID Private Equity Vintage I, kurz LPEV I) geöffnet. Dieser Fonds ist als Dachfonds strukturiert und investiert in bis zu zehn Zielfonds von renommierten Private-Equity-Managern. Rückflüsse aus Unternehmensveräußerungen auf Ebene der Zielfonds im LPEV I können von Anlegern in den LPEV II investiert werden. Das LIQID-Private-Equity-Programm bietet so die Möglichkeit, ein sowohl über Fondsmanager als auch über Fondsauflagejahre hinweg diversifiziertes Portfolio an Private-Equity-Investments einzugehen.

Die einzelnen LIQID Private Equity Vintages verfolgen wie die LIQID-Core-Strategien einen globalen Investmentansatz. Es wird dabei in alle weltweit relevanten Private-Equity-Märkte investiert. Die regionale Zielgewichtung des LPEV II entfällt zu 40 bis 60 Prozent auf die USA, zu 40 bis 60 Prozent auf Europa und zu bis zu 20 Prozent auf den Raum Asien.

Es werden drei verschiedene Typen von Private-Equity-Investments bei LIQID Private Equity unterschieden:

- **Buyout/Growth:** Der Private-Equity-Fonds übernimmt mehrheitlich ein existierendes Unternehmen durch den Einsatz einer Kombination aus Eigen- und Fremdkapital (*Leveraged Buyout*). Durch Optimierung der Geschäftsprozesse und finanziellen Strukturen, Zukäufe und Marktexpansionen versucht der kontrollierende Private-Equity-Fonds den Wert des Zielunternehmens aktiv zu steigern. Danach veräußert der Private-Equity-Fonds das Zielunternehmen über den Sekundärmarkt für Private-Equity-Beteiligungen an einen strategischen Investor oder über den Kapitalmarkt. Die typische Haltedauer eines Buyout beziehungsweise Growth-Investments beträgt sechs bis zehn Jahre.
- **Secondaries:** Der Private-Equity-Fonds übernimmt Beteiligungen anderer Private-Equity-Fonds auf dem Sekundärmarkt. Auslöser für derartige Transaktionen können Liquiditäts-

erfordernisse seitens der verkaufenden Fonds oder strategische Verkäufe und Ankäufe sein. Häufig stehen die verkaufenden Fonds kurz vor ihrem Laufzeitende und Secondary-Fonds können diese Beteiligungen mit einem Wertabschlag erwerben. Unternehmen, die auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, befinden sich bereits im Restrukturierungsprozess und können in der Regel schneller veräußert werden als Buyout- und Growth-Investments.

- **Sonstige:** Weitere mögliche Private-Equity-Investments sind unter anderem Käufe von Unternehmen in finanziellen Stresssituationen (*Distressed*), Infrastruktur-, Immobilien- oder andere Private-Equity-Fonds. Auch kleinere Investments in Wachstumskapital (*Venture Capital*) sind möglich.

Zielgewichtung der Private-Equity-Typen für LPEV II sind 60 bis 80 Prozent Buyout- und Growth-Fonds, 20 bis 40 Prozent Secondary-Fonds und bis zu 20 Prozent sonstige Private-Equity-Beteiligungen. Die Berücksichtigung von Secondary-Investments optimiert das Auszahlungsprofil dahingehend, dass bereits relativ früh im Anlagezeitraum Rückflüsse aus der Veräußerung von Private-Equity-Investments zu erwarten sind. Anleger in LIQID Private Equity müssen deshalb nicht über den Anlagezeitraum hinweg den vollen Zeichnungsbetrag von mindestens 200.000 Euro vorhalten. Abrufe der einzelnen investierten Fonds finden immer erst dann statt, wenn Zielunternehmen zum Erwerb identifiziert wurden.

Der Einfluss von Bewertungsunterschieden am Markt für Private Equity lässt sich durch Investments über verschiedene Auflagejahre hinweg (in unterschiedliche Vintages) marginalisieren. Der Erfolg einzelner Private-Equity-Fonds hängt maßgeblich von der Identifikation der Zielunternehmen, Steuerung der Transaktionen und erfolgreichen Optimierung der Geschäftsprozesse in den Zielunternehmen sowie dem makroökonomischen Umfeld ab. Fondsmanager im oberen Erfolgsquartil weisen bei Private Equity mit hoher Wahrscheinlichkeit auch in den Folgejahren deutlich höhere Renditen auf als Fondsmanager im untersten Erfolgsquartil. Diese tendenziell höhere Beständigkeit der Performance in der Assetklasse Private Equity ist der Arbeitsweise von Private-Equity-Fonds geschuldet, die sich grundlegend von der anderer Investmentfonds unterscheidet und die in Abschnitt 6.2 näher erläutert wird. Schlüssel zum Anlageerfolg mit Private Equity ist deshalb der Zugang zu den besten Private-Equity-Fonds, die über mehrere Vorgängerfonds hinweg gezeigt haben, dass sie Private-Equity-Transaktionen erfolgreich vorbereiten, durchführen und Portfoliounternehmen gewinnbringend veräußern können. Die Nachfrage nach Private Equity durch institutionelle Investoren ist im aktuellen Marktumfeld sehr hoch. Die erfolgreichsten Private-Equity-Fonds können sich deshalb ihre Investoren aussuchen. Die Partnerschaft mit HQ Capital bietet die Grundlage für den Zugang zu den besten Private-Equity-Fonds am Markt. HQ Capital ist darüber hinaus an allen wichtigen Finanzplätzen in Nordamerika, Europa und Asien mit eigenen Niederlassungen vertreten. So besitzt es ein enges Netzwerk mit Private-Equity-Fonds weltweit.

6.2 Wie genau erzielen Private-Equity-Fonds einen Mehrertrag?

Anders als in liquiden Anlageklassen nehmen Private-Equity-Fonds, wie bereits erwähnt, aktiv Einfluss auf ihre Zielunternehmen und können so oft einen erheblichen finanziellen Mehrwert gegenüber liquiden Anlageklassen erzielen. Die Art der Einflussnahme lässt sich in Verbesserungen der Finanzstruktur, Verbesserungen der Governance des Zielunternehmens und Verbesserungen operativer Prozesse unterscheiden.

Kaplan und Strömberg (2008) stellen fest, dass die Verbesserungen der Finanzstruktur und der Governance der Zielunternehmen (*Financial Engineering, Governance Engineering*) seit den frühen Zweitausenderjahren im Vergleich zu den operativen Verbesserungen zunehmend in den Hintergrund gerückt sind. Dieses Ergebnis deckt sich mit der Beobachtung, dass zahlreiche Private-

Equity-Fonds heute personell und in ihrer Arbeitsweise Beratungsunternehmen ähneln und sich auf Industrien spezialisieren, in denen sie eine besondere Sektorexpertise vorweisen können.

In den folgenden Unterabschnitten werden die oben genannten drei Quellen der Wertschöpfung durch Private-Equity-Fonds näher erläutert. Finanzielle und Governance-Optimierungen lassen sich jedoch nur bedingt getrennt betrachten. Einflussnahme im Rahmen der Governance-Optimierung ist Grundvoraussetzung für die Durchsetzung effizienter finanzieller Strukturen. Gleichzeitig sind die Anreizsetzungen, mittels derer Eingriffe in bestehende Governance-Strukturen erfolgen, häufig finanzieller Natur.

6.2.1 Verbesserungen in der Finanzstruktur der Zielunternehmen

Ein 1976 von Michael C. Jensen und William H. Meckling verfasster Artikel (Jensen & Meckling, 1976) begründet innerhalb der neuen Institutionenökonomik den Forschungsstrang der Agenturtheorie. Dieser Ansatz untersucht die Auswirkungen von Informationsasymmetrien und Eigenutzenmaximierung in Organisationen, innerhalb derer eine Trennung zwischen Eigentum und Entscheidungsmacht vorliegt. Ein Beispiel einer solchen Organisation ist die moderne Kapitalgesellschaft. Die Trennung zwischen Eigentum und Unternehmensführung in Kapitalgesellschaften macht diese einerseits langlebiger, da der Fortbestand des Unternehmens nicht direkt an bestimmte Personen oder Personengruppen gebunden ist. Die Kapitalgesellschaft (insbesondere die Aktiengesellschaft) ermöglicht zudem die Emission von börslich gehandelten Eigenkapitalanteilen in Form von Aktien, die für das Unternehmen eine attraktive Finanzierungsquelle darstellen. Allerdings bringt diese Organisationsform auch Nachteile mit sich. So ist ein Einklang zwischen den Interessen der Aktionäre und denen der Unternehmensführung nicht grundsätzlich gegeben, sondern muss durch gezielte Maßnahmen der Anreizsetzung gewährleistet werden.

Eine Möglichkeit, die Anreizstrukturen im Zielunternehmen zu verbessern, besteht in der gezielten Beteiligung der Vorstandsmitglieder am Unternehmen durch direkten Aktienbesitz oder Optionen. So profitieren Vorstandsmitglieder von einer künftigen Wertsteigerung des Unternehmens, erleiden aber bei schlechten Ergebnissen auch Verluste. Tatsächlich lässt sich die deutlich höhere Beteiligung der Vorstandsmitglieder in Private-Equity-Zielunternehmen im Vergleich zu börslich gehandelten Unternehmen empirisch belegen (Kaplan, 1989). Hinzu kommt die Illiquidität der Beteiligungen an Private-Equity-Portfoliounternehmen. Diese Illiquidität führt dazu, dass Personen aus der Unternehmensführung den Wert ihrer Beteiligungen, anders als bei börslich gehandelten Unternehmen, nur durch nachhaltige Wertsteigerungen erhöhen und aus ihnen resultierende persönliche Profite erst beim erfolgreichen schlussendlichen Verkauf des Unternehmens (*Exit*) realisieren können.

Die Optimierung der Finanzierungsstruktur der Unternehmen kann über die Vergütungsmechanismen hinausgehen. Gezielte Bilanzoptimierungen durch Auslagerung von finanziellen Verpflichtungen oder ein Verkauf von Forderungen kann Bewertungskennzahlen, die bei einem Unternehmensverkauf herangezogen werden, gezielt optimieren. Auf diese Weise kann eine bewertungsorientierte Optimierung der Finanzierungsstruktur den Verkaufserlös bei Veräußerung des Zielunternehmens entscheidend beeinflussen.

6.2.2 Verbesserungen in der Governance der Zielunternehmen

Die Verbesserung der Governance-Strukturen in Zielunternehmen von Private-Equity-Fonds wurden in einem Arbeitspapier der Harvard Business School (Gompers, Kaplan & Mukharlyamov, 2016) untersucht. Da Private-Equity-Fonds in der Regel Mehrheitsbeteiligungen an ihren Zielunternehmen erwerben, können diese Fonds sehr viel intensiver auf die Führung des Zielunternehmens einwirken, als das etwa bei einem börslich gehandelten Unternehmen der Fall ist, dessen Anteile im Streubesitz gehalten werden. Gompers et al. (2016) stellen fest, dass Private-Equity-Fonds intensiv auf die Zielunternehmensführung einwirken und regelmäßig einen Austausch des Unternehmensvorstandes erwirken. Darüber hinaus sind die Vorstände von Private-Equity-Zielunternehmen

regelmäßig kleiner und tagen häufiger, was mit einer besseren Beschlussfähigkeit und geringeren Reibungen bei der Umsetzung von Umstrukturierungsmaßnahmen einhergeht. Die empirische Literatur zu Vorständen börslich gehandelter Unternehmen unterstützt die These, dass kleinere Vorstände tatsächlich zu einer verbesserten Beschlussfähigkeit führen (Yermack, 1996). Das erleichtert die Durchsetzung wertsteigerender Restrukturierungsmaßnahmen.

6.2.3 Operative Verbesserungen in den Zielunternehmen

Die empirische Literatur zu den Auswirkungen von Private Equity auf das operative Geschäft der Zielunternehmen suggeriert, dass sich der Erwerb eines Zielunternehmens durch einen Private-Equity-Fonds regelmäßig positiv auswirkt. So beobachtet beispielsweise Kaplan (1989b) eine Steigerung des operativen Gewinns relativ zum Umsatz um 10 bis 20 Prozent. Gompers et al. (2016) setzen den zuletzt verstärkten Fokus auf operative Verbesserungen in Zusammenhang mit den Personalprofilen führender Private-Equity-Fonds. Waren in den 1980er- und 1990er-Jahren noch die Mehrheit der Mitarbeiter in Private-Equity-Fonds Betriebswirte und Generalisten, sind es heute häufig auch Personen mit Erfahrung in der Zielindustrie. Weitere Studien, welche die Auswirkungen von Private-Equity-Mehrheitsbeteiligungen auf die operative Effizienz und Faktorproduktivität von Zielunternehmen untersuchen, von Harris, Siegel und Wright (2005), Boucly, Sraer und Thesmar (2008) sowie Bergström, Grubb und Jonsson (2007) liegen vor. Eine Zusammenfassung dieser empirischen Ergebnisse findet sich in Cumming, Siegel und Wright (2007). Es besteht innerhalb dieses Literaturstranges ein weitreichender Konsens über die positiven Auswirkungen von Private-Equity-Beteiligungen auf die operativen Ergebnisse der Zielunternehmen.

6.3 Managerselektion bei LIQID Private Equity

Der Erfolg der Fondsgesellschaft hängt entscheidend von der Auswahl der Zielfonds und der Qualität der Portfoliounternehmen ab, an denen sich die Zielfonds beteiligen. Die Identifizierung und Prüfung von Zielfonds, die Vornahme von Investitionsentscheidungen sowie die Portfolioüberwachung und -konsolidierung werden von der HQ Fondsverwaltungsgesellschaft als Komplementärin gewährleistet. Die HQ Fondsverwaltungsgesellschaft wird hierbei von HQ Trust, HQ Capital und LIQID beraten, deren Erfahrung und Expertise die der Fondsverwaltungsgesellschaft ergänzen und so eine solide Grundlage für die Verfolgung der Anlagestrategie bilden.

Die Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften hinter den möglichen Zielfonds der Fondsgesellschaft werden einem eingehenden Due-Diligence-Prozess unterzogen, der von HQ Capital und HQ Trust durchgeführt wird. Das Verfahren umfasst die wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Prüfung der Zielfonds beziehungsweise der Beteiligungsgesellschaft und geschieht in Zusammenarbeit mit etablierten und langjährig bewährten Rechts- und Steuerberatern.

Bei der Due Diligence wird im Wesentlichen Folgendes beurteilt:

- Die **Qualität des Management-Teams** der Private-Equity-Beteiligungsgesellschaft, vor allem in Bezug auf Erfahrung, Reputation, Verfügbarkeit notwendiger Kapazitäten, Anreizstrukturen, Referenzen sowie Dauer und Stabilität der Zusammenarbeit im Team.
- Die **Organisationsstruktur** der Private-Equity-Beteiligungsgesellschaft in Bezug auf Funktionen, Verantwortlichkeiten und potenzielle Interessenkonflikte.
- Die Plausibilität der **Investitionsstrategie** und des **Investitionsprozesses** der Private-Equity-Beteiligungsgesellschaft.
- Die **belegbaren Ergebnisse** der Private-Equity-Beteiligungsgesellschaft sowie der jeweils beteiligten Manager.
- Der **Deal Flow** und das lokale **Netzwerk** der Private-Equity-Beteiligungsgesellschaft.

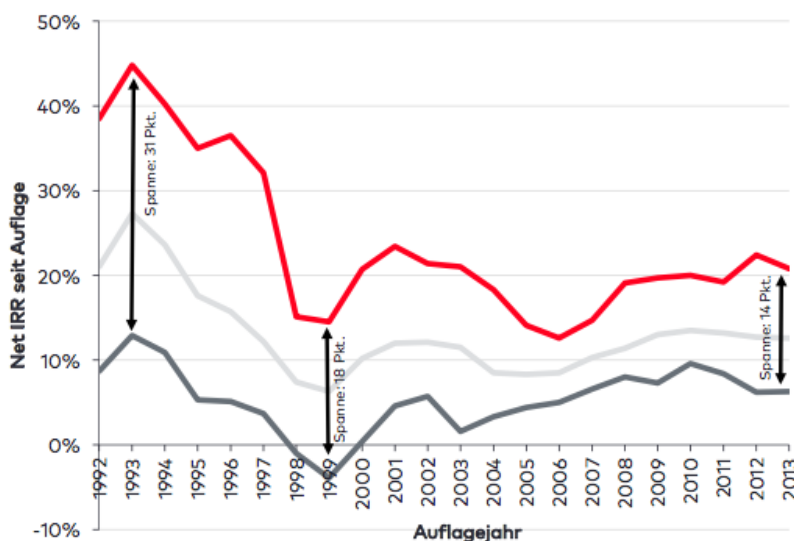


Abbildung 6.3: Verteilung der Renditen von Private-Equity-Fonds nach Auflagejahren. Quelle: Gompers, Kaplan und Mukharlyamov (2016).

- Die Berichts-, Buchführungs- und Vertragsstandards sowie die **Geschäftsbedingungen und Konditionen** der möglichen Zielfonds.

Die Auswahl der Zielfonds findet unter Einbezug des LPEV-Investmentkomitees, bestehend aus Experten von LIQID, HQ Capital und HQ Trust statt. Investitionsentscheidungen werden nur einstimmig getroffen. Es werden nur Beteiligungen an Fonds gezeichnet, die auch Kunden von HQ Trust und HQ Capital zur Zeichnung empfohlen werden.

6.4 Rechtliche Struktur von LIQID Private Equity

Die LIQID-Private-Equity-Vintage-Fonds sind als deutsche Kommanditgesellschaft (GmbH & Co. KG) strukturiert. Anleger sind als Kommanditisten im Handelsregister eingetragen. Komplementär ist die HQ Capital Fondsverwaltungs GmbH. Die LIQID Private Equity Vintage GmbH & Co. KG investiert direkt in ausgewählte Zielfonds. Anleger zahlen eine Verwaltungsgebühr auf ihren Zeichnungsbetrag. Da über die Fondslaufzeit, je nach Investitionsstatus, der Anteil des im Fonds gebundenen Zeichnungskapitals variiert, verändert sich auch die Verwaltungsvergütung über die Laufzeit hinweg.

Die geplante Laufzeit von LIQID Private Equity beträgt 12 Jahre. Diese Laufzeit kann unter bestimmten Voraussetzungen um bis zu zwei Jahre verlängert werden, falls wirtschaftlich sinnvoll. Rückflüsse aus Unternehmensveräußerungen können bereits während der Laufzeit zu Kapitalrückflüssen führen. Die Bindungsdauer des Zeichnungskapitals kann deshalb von der geplanten Fondslaufzeit abweichen.

Das LIQID-Private-Equity-Programm richtet sich ausschließlich an professionelle und semiprofessionelle Anleger. Der Mindestanlagebetrag liegt bei 200.000 Euro.

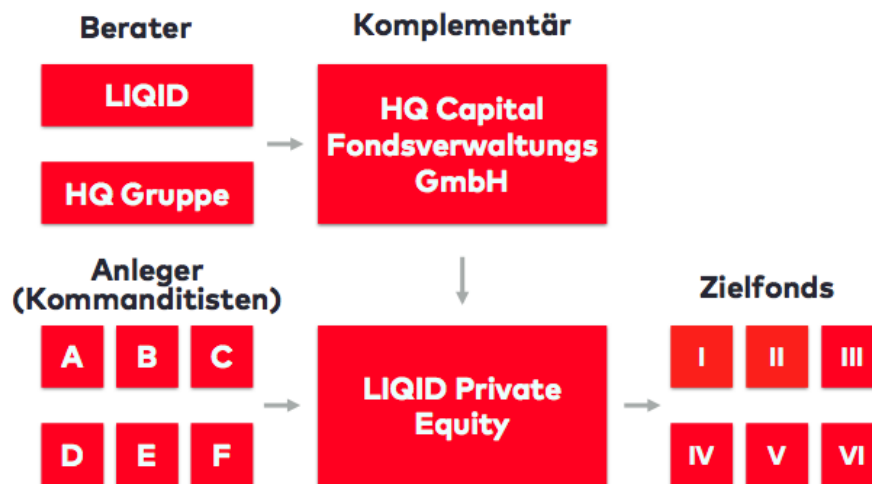


Abbildung 6.4: Rechtliche Struktur von LIQID Private Equity

Literatur

- Bergström, C., Grubb, M. & Jonsson, S. (2007). The operating impact of buyouts in Sweden. *Journal of Private Equity*, 11(1), 22–39.
- Boucly, Q., Sraer, D. & Thesmar, D. (2008). Do leveraged buyouts appropriate worker rents? Evidence from French data. HEC Paris Working Paper.
- Clarke, R., de Silva, H. & Thorley, S. (2002). Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 48–66.
- Cumming, D., Siegel, D. & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439–460.
- De Giorgi, E. & Hens, T. (2006). Making prospect theory fit for finance. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(3), 339–360.
- Gompers, P., Kaplan, S. N. & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449–476.
- Harris, R., Siegel, D. & Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 87(1), 148–153.
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(2/3), 95–101.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 263–291.
- Kaplan, S. N. (1989). The effects of management buyouts on operating performance. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217–254.
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2008). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*.
- Karapandza, R. & Marin, J. M. (2014). The Rate of Market Efficiency. Zugriff unter <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2024552>
- MSCI ESG Research LLC. (2018). MSCI ESG ratings methodology. Methodology Paper.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

Rechtlicher Hinweis

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung der LIQID Asset Management GmbH oder der LIQID Investments GmbH („LIQID“) dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse oder eine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit LIQID über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte beziehungsweise werden wird. Dieser Bericht stellt kein Angebot oder keine Aufforderung an Privatkunden zu einer Geldanlage bei LIQID dar. Dieser Bericht stellt kein Angebot oder keine Aufforderung zum Kauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zum Kauf abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten. Für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der hier angegebenen Informationen wird keine Gewähr übernommen. Die zuständige Aufsichtsbehörde der LIQID Asset Management GmbH ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.